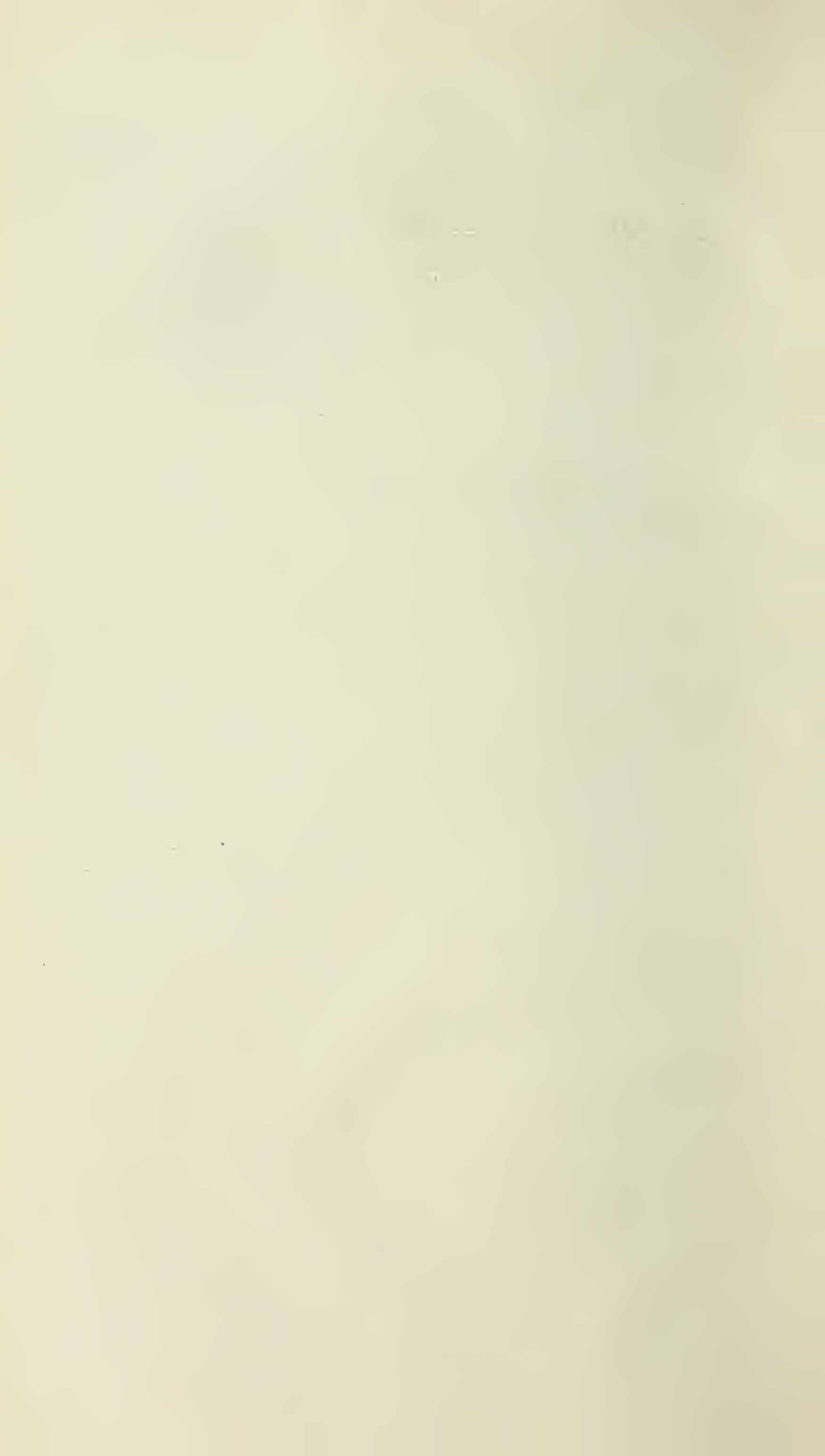










MÜNCHENER

Volkswirtschaftliche Studien.

HERAUSGEGEBEN VON

LUJO BRENTANO UND WALTHER LOTZ.

FÜNFZEHNTES STÜCK:

Börsenreform in Deutschland.

Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquete

VON

Franz Josef Pfleger und **Ludwig Gschwindt.**

Mit einem Vorwort von Prof. Dr. **Walther Lotz.**

Erster Abschnitt: Allgemeiner Teil.



STUTTGART 1896.

VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG

NACHFOLGER.

BÖRSENREFORM

IN DEUTSCHLAND.

EINE DARSTELLUNG DER
ERGEBNISSE DER DEUTSCHEN BÖRSENENQUETE

VON

Franz Josef Pfleger und **Ludwig Gschwindt.**

Mit einem Vorwort von Prof. Dr. **Walther Lotz.**

Erster Abschnitt: Allgemeiner Teil.



STUTTGART 1896.
VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG
NACHFOLGER.

Druck der Union Deutsche Verlagsgesellschaft in Stuttgart.

Vorwort des Herausgebers.

Die staatswirtschaftliche Fakultät der Universität München hatte für 1894/95 folgende Preisaufgabe gestellt: „Die thatsächlichen Ergebnisse der deutschen Börsenenquete sind verarbeitet darzustellen. Es genügt, wenn der Verfasser sich entweder auf die Darlegung der Verhältnisse der Effektenbörse oder der Warenbörse beschränkt."

Die Arbeit des Herrn Pfleger über die Warenbörse und die Arbeit des Herrn Gschwindt über die Effektenbörse wurden beide preisgekrönt. Die Arbeiten werden hiermit der Oeffentlichkeit übergeben, samt einem einleitenden Abschnitt, zu welchem Herr Pfleger zwei, Herr Gschwindt ein Kapitel geliefert hat.

Die Börsenenquetekommission hat es unterlassen, einen eingehenden Bericht über die thatsächlichen Ergebnisse der Sachverständigenvernehmungen auszuarbeiten. Sie hat sich begnügt, einen Motivenbericht für ihr gesetzgeberisches Reformprogramm den von ihr formulierten Vorschlägen beizugeben. Aus diesem Motivenbericht ist wohl ersichtlich, welche Argumente bei der Beschlussfassung über die Börsenreformfrage nach Abschluss der Sachverständigenvernehmung von den Kommissionsmitgliedern geltend gemacht worden sind; die Ergebnisse der gepflogenen Erhebungen sind aber nicht erschöpfend[1]) referiert. Sache der Wissenschaft ist es, zu prüfen,

[1]) Die Uebersicht auf S. 41 ff. des von der Enquetekommission veröffentlichten Sprechregisters ersetzt dies nicht.

ob die Reformvorschläge der Börsenenquetekommission und die daran sich anlehnenden Vorschläge des Bundesrates wirklich mit den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmung übereinstimmen. Diese Frage ist erst zu beantworten, nachdem jetzt das Ergebnis der Sachverständigenvernehmung im vorliegenden Werke im Zusammenhang referiert wird.

Die Arbeiten der Herren Pfleger und Gschwindt werden in drei Separatheften ausgegeben. Leider ist es Herrn Gschwindt nicht möglich gewesen, den von ihm bearbeiteten dritten Abschnitt: „Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Börsenenquetekommission“ schon jetzt gleichzeitig mit den beiden ersten Heften erscheinen zu lassen.

Die Beifügung einer Bibliographie der seit der Börsenenquete erschienenen Litteratur konnte unterbleiben, da eine solche soeben auf S. 221 ff. des „Juristischen Litteraturblattes“ von 1895 durch Dr. A. Endemann geliefert worden ist.

München, im Dezember 1895.

W. Lotz.

Vorwort.

Wissenschaftliche Arbeiten pflegt man nicht der Oeffentlichkeit zu übergeben, ohne an erster Stelle derjenigen dankend zu erwähnen, welche deren Abfassung unterstützt haben. Mit Freuden befolge ich diese schöne Sitte.

Willkommene Pflicht und dringendes Herzensbedürfnis ist es mir, zuvörderst den Leitern des staatswirtschaftlichen Seminars an der Universität München, dem Geheimen Hofrate Professor Dr. Lujo Brentano und dem Professor Dr. Walther Lotz meinen tiefsten Dank auszusprechen. Besonders letzterer hat sich um meine Arbeit sehr verdient gemacht: in seinen Vorlesungen über „Geld, Kredit, Handel und Verkehr“ empfing ich die ersten Anregungen zu dem Studium des Börsenwesens; er hat mir später in der liebenswürdigsten Weise Material zur Bearbeitung meines Themas an die Hand gegeben und mir insbesondere die Veröffentlichungen der Börsenenquetekommission bereitwilligst zur Benützung überlassen; er hat endlich kein Opfer an Zeit und Mühe gescheut, um die baldige Drucklegung meines Erstlingsversuchs zu ermöglichen.

Dank schulde ich ferner der staatswirtschaftlichen Fakultät der hiesigen Universität für die Zuerkennung des Preises.

Endlich sei dem Sekretär der Handels- und Gewerbekammer von Oberbayern, Herrn Dr. Kahn, welcher mir

die Handelskammerbibliothek in der zuvorkommendsten Weise zur Verfügung stellte, und dem Oberbibliothekar Herrn Dr. Schnorr von Carolsfeld, der mich bei der Benützung der Universitätsbibliothek unterstützte, auch an dieser Stelle mein wärmster Dank ausgesprochen.

Herr Gschwindt wird die Verhältnisse, welche die Abfassung seiner Arbeit beeinflussten, an späterer Stelle darlegen.

München, im Januar 1896.

Franz Josef Pfleger,
Rechtspraktikant.

Inhaltsverzeichnis.



Erstes Kapitel.

Technik der Enquete.

Von F. J. Pfleger.

Die Zeit, in welcher Deutschland unter den Nachwehen des Jahres 1873 zu leiden hatte, war endlich vorüber. Seit der zweiten Hälfte des Jahres 1888 zeigte sich — mehr noch in Deutschland wie anderwärts — ein frischer Aufschwung im Wirtschaftsleben. Derselbe erschien bedeutsamer als all die Momente des Aufflackerns der Unternehmungslust, welche die Depression seit 1873 nur flüchtig unterbrochen hatten. Aber leider blieben wiederum in der Zeit des Aufschwungs seit 1888 spekulative Ausschreitungen und Kreditmissbräuche nicht aus. Schon im Herbst 1891 machten sich Anzeichen bemerkbar, dass die Depression von neuem einsetzte. Zunächst beunruhigten skandalöse Bankbrüche das Publikum. Petitionen gelangten an den deutschen Reichstag, die — in Fortsetzung einer seit 1873 zu beobachtenden Bewegung — ein energisches Eingreifen der Gesetzgebung gegenüber den Auswüchsen des Börsenwesens forderten. Im Sinne dieser Petitionen wurden noch 1891 von Reichstagsmitgliedern Initiativanträge eingebracht [1]. Dieselben

[1]) Einschlägig war a) ein Antrag Gamp, betreffend die Wiederaufnahme von gegen den börsenmässigen Terminhandel mit Nahrungsmitteln gerichteten Petitionen; b) ein Antrag Ballestrem und Gen., betreffend die gesetzgeberischen Massnahmen bezüglich des Missbrauches des Zeitgeschäfts und Beaufsichtigung der Börse und deren Geschäftsverkehr; c) ein Antrag Dr. v. Cuny, betreffend Gesetzesvorlagen über Veruntreuung anvertrauter Depots und Börsenspiel, und Verschärfung der gesetzlichen Bestimmungen über den Konkurs. Vgl. Stenogr.

blieben durch Schluss der Session im Reichstag unerledigt. Die Regierung nahm aber die Anregungen, die ihr geworden waren, auf. Zunächst wurde in Ausführung eines kaiserlichen Erlasses die Abhaltung einer Enquete über die Zustände an den deutschen Börsen beschlossen und hierzu eine Kommission, die Börsenenquetekommission, berufen, deren Sitzungen am 6. April 1892 in Berlin eröffnet wurden.

I. Das Verfahren bei der Börsenenquete.

Im nachfolgenden soll nun zunächst über die Zusammensetzung und über den Gang der Beratungen dieser Börsenenquetekommission referiert und das bei der Börsenenquete eingeschlagene Verfahren kritisch erörtert werden.

1. Die Kommission bestand ursprünglich aus 23 Mitgliedern; im weiteren Verlaufe wurde diese Zahl auf 28 verstärkt. Diese 28 Mitglieder lassen sich in folgende Gruppen sondern:

a) Bankfachmänner, ausser dem Vorsitzenden Dr. Koch die Mitglieder v. Auer, Heuschkel und Mendelssohn-Bartholdy.

b) Vertreter von Handel und Gewerbe, nämlich Diffené-Mannheim, Fehling-Lübeck (an dessen Stelle seit 18. April 1893 Dr. Klügmann-Lübeck), Frentzel-Berlin, Dr. v. Jobst-Stuttgart, Dr. Jürgens-Hamburg (für diesen seit 5. April 1893 Dr. Gütschow-Hamburg), Lürmann-Bremen (an dessen Stelle seit 5. Mai Dr. Boisselier daselbst), Witte-Rostock, Stengel-Stassfurt und van den Wyngaert-Berlin [1]).

c) Staatsbeamte; hier sind zu nennen Gamp, Dr. Hoffmann, v. Koenen, Dr. Wentzel, Dr. Thiel und der Senatspräsident am Reichsgerichte Dr. Wiener.

d) Grossgrundbesitzer; nämlich v. Huene, Graf Arnim-Muskau, Graf Behr-Greifswald, Graf Kanitz-Podangen, v. Roeder und v. Arnim-Güterberg; letztere beide seit 26. Oktober 1892.

e) Die Professoren der Staatswissenschaften Dr. Cohn-

Berichte der Reichstagsverhandlungen 1890/92, Bd. V, S. 3129—3132. 3145. 3146. 3153—3156. 5007; 3. Anlageband Nr. 342; 4. Anlageband Nr. 528 und 531.

[1]) Senator Witte-Rostock starb während der Verhandlungen.

Göttingen und Dr. Schmoller-Berlin, der Professor der Rechte Dr. v. Cuny-Berlin [1]).

Vorsitzender der Kommission war Reichsbankpräsident Koch; als Stellvertreter desselben leitete häufig der Geh. Oberregierungsrat Gamp die Verhandlungen.

Mit grösster Ausdauer beteiligten sich an den Verhandlungen der Kommission ausser den beiden Vorsitzenden die Mitglieder v. Koenen, Frentzel, Mendelssohn-Bartholdy und Wiener, welche in fast keiner Sitzung fehlten. Fast gar nie anwesend war Graf Behr; die Mitglieder v. Auer, Diffené, Fehling, Heuschkel, v. Jobst, Stengel, Wentzel und Witte fehlten ungefähr bei der Hälfte bis zwei Dritteilen der Sitzungen.

2. In der Eröffnungssitzung vom 6. April 1892 bezeichnete der Regierungsvertreter Staatsminister Dr. v. Bötticher die Aufgabe der Kommission als eine dreifache: „Erstens werde man den bereits entworfenen Fragebogen in Bezug auf Erweiterung oder Einschränkung zu prüfen haben; sodann werde die Frage der Beschaffung von Material, sowie die Auswahl der zu vernehmenden Persönlichkeiten zu erörtern sein; endlich nach Schluss der Verhandlungen werde man sich über ein Gutachten zu einigen haben, welches den Boden für die etwa zu fassenden Entschlüsse abgeben könne“ [2]). Das Endziel der Kommissionsverhandlungen war somit die Vorlage eines Börsenreformgesetzentwurfes; zugleich war der Kommission der Weg vorgezeichnet, auf welchem sie zu diesem Ziele gelangen sollte: im wesentlichen sollte die Vernehmung von Sachverständigen an der Hand eines Fragebogens das Material zu dem Gesetzentwurf liefern.

3. Die Sitzungen der Börsenenquetekommission fanden bei geschlossenen Thüren statt. Der § 7 der Geschäftsordnung, welche in der ersten Sitzung ohne Debatte angenommen wurde, bestimmte: „Die Verhandlungen sind nicht öffentlich. Keiner

---

[1]) Von den Kommissionsmitgliedern waren zugleich Abgeordnete des Reichstages: Gamp, Graf Behr, Graf Arnim-Muskau, Dr. v. Cuny, Graf Kanitz, Dr. Witte; dem preussischen Abgeordnetenhause gehörten an Graf Behr, Dr. v. Cuny, v. Huene und Graf Kanitz.

[2]) Sitzungsprotokolle S. 3.

der Beteiligten wird über deren Inhalt Mitteilungen in die Presse gelangen lassen, solange nicht das Gegenteil beschlossen wird." In der dritten Kommissionssitzung vom 9. Mai 1892 wurden allerdings seitens einiger Mitglieder Bedenken geäussert, ob man nicht wenigstens die Verhandlungsergebnisse veröffentlichen solle. Nach längerer Debatte wurde jedoch beschlossen, „dem Vorsitzenden zu überlassen, von Zeit zu Zeit im Reichs- und Staatsanzeiger einen Bericht über das äussere Fortschreiten der Arbeiten der Kommission zu veröffentlichen, von weiteren Publikationen über den Inhalt der Verhandlungen selbst jedoch zunächst abzusehen." Ebenso wurde in der 78. Kommissionssitzung auf eine Anfrage des Reichskanzlers hin, „ob und inwieweit auch gegenwärtig noch Bedenken gegen eine mehrseitig gewünschte Veröffentlichung der bisherigen Verhandlungen der Kommission, in erster Linie gegen deren Mitteilung an den Reichstag beständen," der einstimmige Beschluss gefasst, „dass die Kommission es nicht für im Interesse der Sache liegend erachte, ihre Materialien bereits jetzt weiteren Kreisen bekannt zu geben, und zwar um so mehr, als ja der Abschluss ihrer Arbeiten in nicht zu ferner Zeit bevorstehe" [1]).

Im ganzen hielt die Kommission 93 Sitzungen ab. Zunächst wurden durch Umfrage bei den verbündeten Regierungen die zur Zeit für den Börsenverkehr in den einzelnen Staaten an den verschiedenen Plätzen massgebenden Gesetze, Verordnungen, statutarischen Bestimmungen u. s. w. gesammelt und die Vermittlung des auswärtigen Amts zur Beschaffung des gleichen Materials für das Ausland in Anspruch genommen. Als ein Teil dieses Materials eingelaufen war, begann die Kommission mit der Vernehmung der Sachverständigen, und zwar in der dritten Sitzung vom 9. Mai 1892.

Ueber die Auswahl der zu vernehmenden Sachverständigen beschloss die Kommission; manchmal wurde dem Vorsitzenden die Wahl zwischen mehreren Persönlichkeiten überlassen. Dem Ansuchen einiger Personen, als Sachverständige vernommen zu werden, wurde keine Folge gegeben. In der 5. Kommissionssitzung vom 12. Mai 1892 stellte Graf Arnim den Antrag,

---

[1]) Sitzungsprotokolle S. 12. 35. 296.

„durch öffentliche Aufforderung sonstige Sachkundige und durch Börsengeschäfte geschädigte Personen zu veranlassen, sich vor der Kommission vernehmen zu lassen," zog jedoch nach längerer Debatte seinen Antrag zu Gunsten des von Freiherrn v. Huene gestellten Antrags zurück: „Die Kommission wolle beschliessen, in zweckentsprechender Weise die Heranziehung von Geschädigten zur Vernehmung als Sachverständige herbeizuführen." Auch dieser Antrag wurde „einstweilen" abgelehnt, „jedoch mit dem Vorbehalte, zur geeigneten Zeit auf denselben zurückzukommen" [1]). In Wirklichkeit haben beide Anträge keine praktische Wirkung gehabt.

Im ganzen wurden an 56 Verhandlungstagen 115 Sachverständige vernommen. Darunter waren 39 Vertreter des Effektenhandels, 16 Vertreter des Getreidehandels, 10 Grossgrundbesitzer, 10 Vertreter des Müllereigewerbes, 9 Vertreter des Kaffeehandels, 6 Vertreter des Spiritushandels und der Spiritusindustrie, 7 Vertreter des Zuckerhandels und der Zuckerindustrie, 5 Vertreter der Textilbranche, 6 Juristen, 5 Vertreter der Presse [2]), endlich die beiden Professoren der Staatswissenschaft Dr. Fuchs-Greifswald und Dr. Lexis-Göttingen.

Die Vernehmung der Sachverständigen erfolgte nach der ausdrücklichen Vorschrift der Regierung im Anschluss an einen Fragebogen, welcher den einzelnen zu vernehmenden Persönlichkeiten vorher zugeschickt wurde. Dieser Fragebogen war von der Regierung entworfen worden, und es war die erste Aufgabe der Kommission, denselben abzuändern, bezw. durch verschiedentliche Zusätze zu erweitern. In dieser Gestalt bildete er dann die Grundlage der Sachverständigenvernehmungen bis zur 55. Sitzung. In dieser Sitzung vom 19. Januar 1893, nachdem die Vernehmung der Sachverständigen der Fondsbörse bereits vollendet war, und die Vernehmung von Experten des Produktenhandels schon 9 Verhandlungstage gedauert hatte, stellte Graf Arnim den Antrag, „den Fragebogen der Kommission behufs leichterer Orientierung der Sachverständigen schärfer

[1]) Sitzungsprotokolle S. 35. 38.

[2]) Die Vernehmung von Vertretern der Presse erfolgte auf Grund eines Antrages des stellvertretenden Vorsitzenden Gamp. Vgl. Sitzungsprotokolle S. 48.

zu formulieren, und zu diesem Zwecke eine Kommission von drei Mitgliedern hiermit zu betrauen." Dieser Antrag wurde abgelehnt, dagegen auf Anregung des Vorsitzenden beschlossen, „eine Subkommission von drei Mitgliedern einzusetzen, welche möglichst bald dem Plenum bestimmt formulierte Vorschläge zwecks Abänderung bezw. Ergänzung des Fragebogens unterbreiten soll." Diese Subkommission, bestehend aus Graf Arnim, Frentzel und van den Wyngaert legte ihren Entwurf in der 59. Sitzung vom 24. Januar 1893 vor; aber damals wurde die weitere Erörterung der Sache vertagt. Zwei Tage später beschloss man, den noch zu vernehmenden Sachverständigen gleichzeitig mit dem Fragebogen eine Anlage zu demselben zu übersenden [1]).

Im allgemeinen wurde an dem Prinzip der mündlichen Vernehmung festgehalten. Eine Anregung des Professors Cohn, ob es sich nicht empfehle, vor der mündlichen Vernehmung der Experten eine schriftliche Aeusserung derselben einzuziehen, welche als Grundlage für die spätere Abhörung dienen könne, wurde zurückgewiesen, weil man beim schriftlichen Verfahren Verschleppung, Unübersichtlichkeit und Unselbständigkeit der Aeusserungen befürchtete [2]). Dagegen wurde der Vorsitzende ermächtigt, auf besonderen Wunsch nebenher schriftliche Gutachten und Aeusserungen einzuziehen. Von dieser Ermächtigung wurde auch Gebrauch gemacht: es werden uns fünf schriftliche Gutachten über den Terminhandel in Kammzug und zwei über den Terminhandel in Baumwolle mitgeteilt.

Bezüglich der Abhörung der vorgeladenen Experten bestimmte § 5 der Geschäftsordnung: „Die Befragung der abzuhörenden Sachverständigen geschieht in der Weise, dass zunächst dem Sachverständigen überlassen wird, über alle oder einzelne Fragen des ihm ganz oder auszugsweise mitzuteilenden Fragebogens zu sprechen. Demnächst können an ihn durch den Vorsitzenden weitere Fragen gerichtet werden. Letzterer hat auf Verlangen jedem Mitgliede zu gestatten, Fragen zu stellen." Des weiteren kam man dahin überein, grundsätzlich

---

[1]) Sitzungsprotokolle S. 217.
[2]) Sitzungsprotokolle S. 5.

die auf denselben Tag geladenen Sachverständigen gemeinsam zu vernehmen; auf Wunsch sollten jedoch auch Einzelvernehmungen stattfinden. In der Regel wurden vier bis sechs Sachverständige zugleich vernommen; nur einmal fand eine Einzelvernehmung statt. Trotzdem gestaltete sich die Abhörung nie zu einem eigentlichen Kreuzverhör, wenn es auch an belebenden und interessanten Zwischenfällen nicht völlig gefehlt hat.

In der (14.) Kommissionssitzung vom 24. Mai 1892 stellte Graf Arnim den Antrag: „Die Kommission spricht ihre Bereitwilligkeit aus, von Korporationen, Vereinen und Einzelnen, denen bestimmte Erfahrungen zur Seite stehen, Petitionen, insbesondere Vorschläge zur Abstellung etwa vorhandener Missstände entgegenzunehmen.“ Dieser Antrag wurde angenommen und im Reichsanzeiger veröffentlicht. Es liefen verschiedene Schreiben ein, u. a. von der Handelskammer Duisburg über Missstände im Berliner Getreidegeschäft, von den Generalkonsuln in Paris und London über den dortigen Getreideterminhandel; aber von diesen Einläufen ist nur ein ganz verschwindender Bruchteil in den Materialien der Kommission mitgeteilt.

In der 32. Sitzung vom 8. Oktober 1892, mit welcher die Vernehmung der Sachverständigen der Fondsbörse beendigt wurde, fasste die Kommission den Beschluss, demnächst in eine Vorberatung der Ergebnisse der Sachverständigenvernehmungen über die Fondsbörse einzutreten. Diese Vorberatungen begannen in der 33. Sitzung vom 12. Oktober 1892 mit einer Diskussion über das Emissionswesen (Referent Gamp, Korreferent Frentzel), wobei jedoch auch die Börsenorganisationsfrage, besonders die Stellung des Staates zur Börse, gestreift wurde. In der 37.—40. Sitzung wurde sodann der Terminhandel in Effekten erörtert (Referent Wiener). Die 41.—43. Sitzung wurden der Abhörung der Sachverständigen des Kaffeehandels gewidmet. In der 44. Sitzung wurde über Kurs- und Maklerwesen debattiert (Referent v. Huene), in der 45. Sitzung begannen dann ex professo die Beratungen über Börsenorganisation (Referent Gamp, Korreferent Frentzel), welche auch noch die 46. Sitzung in Anspruch nahmen. In der 47. Sitzung wurde ein nachträglicher Antrag Gamp über Emissionswesen erörtert; dann

begannen die Beratungen über das Kommissionsgeschäft (Referent Wiener, Korreferenten Hoffmann und Diffené). Letztere wurden in der ersten Hälfte der 48. Sitzung fortgesetzt, dann aber an eine Subkommission (bestehend aus den Kommissionsmitgliedern Frentzel, Hoffmann, v. Huene, Gamp, Mendelssohn, Wiener, van den Wyngaert) verwiesen. Die andre Hälfte dieser Sitzung wurde dem Depotwesen gewidmet. Dann vertagte sich die Kommission. Bei ihrem Wiederzusammentritt am 12. Januar 1893 fuhr sie in der Vernehmung der Sachverständigen der Produktenbörse fort, welche ununterbrochen fortgeführt und in der 72. Sitzung vom 14. Februar 1893 zum Abschluss gebracht wurde. In derselben Sitzung wurde dann eine Vertagung beschlossen.

Die 73.—85. Sitzung wurde den Beratungen über die Ergebnisse der Sachverständigenvernehmung der Produktenbörse gewidmet; sie nahmen die Zeit vom 10.—27. April 1893 in Anspruch. Dann vertagte sich die Kommission abermals. Bei der Wiederaufnahme der Sitzungen am 10. Mai 1893 begann die zweite Lesung der Beschlüsse, welche bei der ersten Beratung gefasst worden waren. Die Referentengruppen waren schon durch Beschluss in der 72. Sitzung verstärkt worden. Die Referate waren in folgender Weise verteilt:

I. Emissionswesen: Gamp, Frentzel.

II. Terminhandel, Abrechnungskassen, Register u. s. w. (Frage 2—9 des Fragebogens): Frentzel, Gamp, Jürgens, Graf Kanitz, Wiener, van den Wyngaert.

III. Maklerwesen und Kursfeststellung: v. Huene, Jürgens, van den Wyngaert.

IV. Börsenorganisation: Gamp, Frentzel, Jürgens.

V. Kommissionsgeschäft: Wiener, Hoffmann, Diffené.

VI. Frage 20 des Fragebogens: Cohn.

Mit der 91. Sitzung vom 17. Mai 1893 waren die Beratungen der Börsenenquetekommission beendigt; es erübrigte noch die Erstattung eines Generalberichts an den Reichskanzler. In betreff der Herstellung dieses Berichts wurde folgendes beschlossen: „Es sollen zunächst Teilentwürfe angefertigt werden. Geheimer Oberregierungsrat Gamp übernimmt die Abschnitte über Börsenorganisation, Emissionswesen, Terminhandel, Kurs-

und Maklerwesen. Geheimer Kommerzienrat Frentzel wird sich an der Bearbeitung dieses Teiles in der Weise beteiligen, dass er zu den von Geheimrat Gamp ihm mitzuteilenden Ausführungen motivierte Ergänzungs- bezw. Abänderungsvorschläge macht. Senatspräsident Dr. Wiener wird die Abschnitte über das Kommissionsgeschäft und die Massregeln gegen das Börsenspiel bearbeiten und Professor Cohn einen einleitenden allgemeinen Teil zu dem Berichte, sowie den Teil, welcher sich auf den von ihm zu Frage 20 des Fragebogens gestellten Antrag bezieht, entwerfen.

„Die einzelnen Teilentwürfe sollen wenn möglich noch bis zum 1. Juli oder doch im Laufe des Monats Juli dem Vorsitzenden eingereicht und von diesem mit einer auf höchstens 14 Tage zu bemessenden Reklamationsfrist allen Mitgliedern zugesandt werden. Jedem Mitgliede steht es frei, zu einzelnen Punkten ein Separatvotum einzusenden. Indessen wird erwartet, dass hiervon nur in Ausnahmefällen aus besonderen Gründen Gebrauch gemacht wird.

„Im Laufe des Monats September soll dann eine aus dem Vorsitzenden, den Referenten und dem Geheimen Oberregierungsrat Dr. Hoffmann bestehende Subkommission zusammentreten, welche die eingegangenen Beanstandungen prüfen und erledigen, sowie die sonst etwa nötig werdenden redaktionellen Aenderungen vornehmen soll. Nach Beendigung dieser Arbeiten soll die Enquetekommission vom Vorsitzenden zur definitiven Genehmigung des Berichtes berufen werden."

In der 92. und 93. Sitzung — am 10. bezw. 11. November 1893 — wurde dann der so abgefasste Bericht einer kritischen Betrachtung unterzogen; es wurden jedoch an der ursprünglichen Fassung sehr wenige und nur ganz unwesentliche Aenderungen vorgenommen.

Am 11. November 1893 nachmittags 4 Uhr wurden sodann die Verhandlungen der Kommission feierlich abgeschlossen.

Das Material, welches die Börsenenquetekommission der Oeffentlichkeit übergeben hat, besteht aus folgenden Teilen:

1. Vier Bände Sachverständigenvernehmungen, zusammen

3622 Folioseiten umfassend; sie bilden weitaus den wichtigsten Bestandteil der gesamten Veröffentlichungen.

2. Ein weiterer Band, betitelt: Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslands; er enthält auf 186 Seiten einen Auszug aus den gegenwärtig über Börsenwesen geltenden Gesetzen und Verordnungen. Leider ist dieser Auszug manchmal ziemlich dürftig, mitunter sogar ungenau.

3. Ein Band von 396 Seiten mit dem Titel: „Statistische Anlagen“. In der 47. Kommissionssitzung regte Professor Schmoller die Frage an, ob nicht zur Unterlage der späteren Beratungen eingehendes statistisches Material über die einschlägigen Fragen, namentlich über den Umfang der Emissionen, die Umsätze im Terminhandel u. dgl. mehr gesammelt und zusammengestellt werden solle. Dieser Anregung wurde stattgegeben und eine Subkommission (bestehend aus den beiden Vorsitzenden, Frentzel, v. Huene und Schmoller) eingesetzt, unter deren Leitung die beiden Schriftführer die entsprechenden Arbeiten ausführen sollten. Das statistische Material beschaffte sich diese Unterkommission teils durch Umfrage bei den kaufmännischen Korporationen, teils durch Mitteilungen Privater. Von den einzelnen in dem erwähnten Bande enthaltenen Veröffentlichungen verdient ausser der von Professor Schmoller mit einer Einleitung versehenen Emissionsstatistik die vom Schriftführer Endemann bearbeitete Statistik der deutschen Liquidationskassen besondere Beachtung.

4. Ein Band „Sitzungsprotokolle“.

5. Ein Band, betitelt: Bericht und Beschlüsse der Börsenenquetekommission; er enthält in der Form eines Schreibens an den Reichskanzler die Beschlüsse der Kommission nebst Begründung.

6. Endlich ein Registerband zu den Sachverständigenvernehmungen, welcher das wesentlichste aus den Aussagen der Experten wiederzugeben sucht.

Volle 19 Monate hat die Börsenenquetekommission getagt; sie hat ein massenhaftes Material hinterlassen. Wer einen Einblick in die erwähnten Veröffentlichungen gewinnt, wird den Worten zustimmen, welche der Vorsitzende gelegentlich des Abschlusses der Verhandlungen an die Kommissionsmitglieder

richtete: „Wohl jeder der anwesenden Herren könne das Bewusstsein mit nach Hause nehmen, in redlichstem Wollen zum Besten des Vaterlandes mitgearbeitet zu haben.“ Allein mit der Anerkennung des guten Willens der Kommissionsmitglieder können wir uns an dieser Stelle nicht begnügen. Es erhebt sich vielmehr die Frage, ob die Resultate der Börsenenquete dem grossen Aufwand an Mühe und Zeit entsprechen, ob nicht bei einem andern Verfahren Besseres geleistet worden wäre; kurz gesagt, ob das Verfahren bei der Börsenenquete die Forderungen der modernen Enquetetechnik befriedigt.

II. Kritik der Technik des Verfahrens bei der Börsenenquete.

Enqueten sind in Deutschland eine relativ nicht häufige Erscheinung. Während man namentlich in England gewöhnt ist, gesetzgeberische Massnahmen, welche einen weiteren Interessenkreis berühren, erst dann zu ergreifen, wenn die thatsächlichen Verhältnisse durch eine öffentlich geführte Untersuchung genügend klar gelegt sind, bildet eine derartige Vorbereitung von Gesetzesvorlagen bei uns die Ausnahme. Es kann nicht genug gerühmt werden, dass die deutsche Reichsregierung gegenüber den Anträgen der Reichstagsabgeordneten, welche unmittelbar nach den Ereignissen des Jahres 1891 ein Eingreifen der Gesetzgebung forderten, eine abwartende Stellung eingenommen hat. Gesetze, welche im Moment einer allgemeinen Erregung erlassen werden, pflegen gewöhnlich weit über das Ziel hinauszuschiessen und verfehlen dadurch sehr leicht ihren Zweck. Zudem war ja eine amtliche Untersuchung unsrer Börsenverhältnisse wiederholt in der Litteratur gefordert worden. Die deutsche Reichsregierung hat sich somit ohne Zweifel schon dadurch ein grosses Verdienst erworben, dass sie überhaupt eine Enquete abgehalten hat. Allein die Art und Weise, wie diese veranstaltet und durchgeführt wurde, fordert nach verschiedenen Richtungen hin die Kritik heraus.

Schon die Zusammensetzung der Kommission kann als nicht völlig zweckentsprechend bezeichnet werden [1]. Persönlichkeiten,

[1] Vgl. Cohn, Die Börsenreform im Deutschen Reich, S. 37 fg.

die früher sich als ganz enragierte Börsengegner gezeigt hatten, wie Gamp, Graf Kanitz, Graf Arnim u. s. w., und solche, die vermöge ihrer beruflichen Stellung mit den Interessen der Börse auf das engste verbunden sind, wie Frentzel, Mendelssohn-Bartholdy, wären entschieden die denkbar geeignetsten Personen gewesen, um als Staatsanwalt oder Verteidiger zur Feststellung der materiellen Wahrheit beizutragen. Wäre also der Kommission lediglich die Aufgabe gestellt gewesen, die thatsächlichen Zustände an den deutschen Börsen aufzudecken, so würde sich gegen die Berufung dieser Persönlichkeiten kaum ein Einwand erheben lassen; aber die Qualifikation zum Richteramt über die Börse, zur Beratung eines Börsenreformgesetzentwurfes muss bei aller Anerkennung ihres redlichen Wollens den einen wie den andern abgesprochen werden.

Mehr als dieses Bedenken fällt ins Gewicht die grosse Zahl und die wechselnde Präsenz der Mitglieder. Bei einer Zahl von 28 Mitgliedern ist die Möglichkeit, zum Worte zu kommen, für jedes einzelne Mitglied begreiflicherweise eine geringe; so lag es nahe, dass Mitglieder, welche auf Verlangen das Wort zu Fragen an einen Sachverständigen erhalten hatten, diese Gelegenheit dazu benützten, um dem Sachverständigen einen längeren Vortrag über ihre Ansichten bezüglich einer Reihe von Fragen zu halten, und zum Schlusse desselben dem Sachverständigen aufgaben, hierauf mit Ja oder Nein zu antworten. Bei der wechselnden Präsenz der Mitglieder musste von vornherein mit der Gefahr gerechnet werden, dass das zu Tage geförderte Reformprogramm zum Teil auf reinen Zufallsmajoritäten beruhe; in der That ist diese Gefahr nicht ganz vermieden worden.

Als ein schwerer Verstoss gegen die Technik der Enquete muss vor allem aber der Ausschluss der Oeffentlichkeit bezeichnet werden, nicht „einem Modepostulate folgend“, sondern aus gewichtigen inneren Gründen [1]).

Vergegenwärtigen wir uns nur kurz, welche Ereignisse der

---

[1]) Weber behauptet in seiner Besprechung der Börsenenquete (Zeitschrift für das ges. Handelsrecht, Bd. 43, S. 90), der Ausschluss der Oeffentlichkeit bei der Börsenenquete sei „teilweise lediglich einem Modepostulate folgend“ gerügt worden.

Einberufung der Börsenenquetekommission unmittelbar vorausgegangen waren! 1888 Kaffeekorner, 1889 Zuckerkrach, 1891 Preissturz im Getreide, zahlreiche Bankerotte von Getreidefirmen, gleichzeitig jene Skandalprozesse gegen eine Reihe von Bankiers wegen Depotunterschlagungen, groben Vertrauensbrüchen u. s. w. Diese Vorgänge hatten in allen Kreisen der Bevölkerung eine tiefgehende Erregung gezeitigt, „einen Sturm der Entrüstung“ wachgerufen. Ein grosser Teil des Publikums erblickte hierin keine ephemeren Erscheinungen, sondern gelegentliche Ausbrüche einer den ganzen Wirtschaftskörper infizierenden Krankheit. Durch die Aburteilung jener betrügerischen Bankiers und Bankrotteurs vor dem Strafrichter konnte zwar der staatliche Anspruch auf Strafe befriedigt, nicht aber die Erregung des Volkes beruhigt werden. Diese Beruhigung wurde dem deutschen Volke aber auch durch die Abhaltung der Enquete nicht zu teil. Denn es kann doch nicht als eine Genugthuung für das öffentliche Gerechtigkeitsgefühl bezeichnet werden, wenn 23 Deutsche die Ansichten von 115 andern Deutschen über Reformvorschläge in geheimer Sitzung zu erforschen suchen. Wenn Staatsminister v. Bötticher in seiner Eröffnungsrede die Beunruhigung des Volkes als den Hauptgrund für die Einberufung der Kommission bezeichnete, die Beruhigung des Volkes somit der Hauptzweck der Kommission war, so muss leider gesagt werden, dass dieser Zweck ganz entschieden nicht erreicht worden ist.

Aber auch die beteiligten Interessentenkreise selbst hatten ein Recht auf eine öffentliche Untersuchung jener Vorkommnisse. Die deutsche Bank- und Börsenwelt konnte und musste von ihrem Standpunkte aus Verwahrung dagegen einlegen, dass man sie schlechthin mit jenem aus ihren Kreisen hervorgegangenen Verbrechertume identifiziere; sie konnte mit Recht verlangen, dass man ihr Gelegenheit gebe, vor aller Welt zu zeigen, ob sie mit jenen Elementen wirklich etwas gemein habe. Dieses Recht wurde ihr aber nicht oder doch nur in sehr beschränktem Masse gewährt.

Eine solche öffentliche Untersuchung der zu Tage getretenen Missstände würde umgekehrt nicht verfehlt haben, auf die beteiligten Kreise selbst erziehend einzuwirken. Vielleicht

hätte gerade dieses „An-den-Pranger-stellen“ berufsverwandter Personen, diese Blossstellung des ganzen Standes vor aller Welt, den Anstoss dazu gegeben, die deutsche Börsenwelt endlich einmal aus ihrer Lethargie aufzurütteln und zu einer Reformarbeit aus sich selbst heraus zu veranlassen.

Sieht man aber auch von diesen Erwägungen ab, so wäre eine volle Oeffentlichkeit der Verhandlungen vor allem im Interesse der Ermittelung der materiellen Wahrheit nötig gewesen. Allerdings befürchtet Weber, die Aussagen der Sachverständigen hätten in diesem Falle einen befangeneren Charakter, oft den einer Rede „aus dem Fenster“ an sich getragen, vieles wäre gar nicht gesagt worden. Allein gerade das Gegenteil dürfte als richtig zu erachten sein. Der Gedanke, seine Aeusserung in wenigen Stunden in hunderten von öffentlichen Blättern gedruckt, verbreitet, kritisiert zu sehen, würde vermutlich dazu beigetragen haben, das Streben nach wahrheitsgetreuer und korrekter Aussage in den einzelnen Sachverständigen noch mehr anzuregen. Zweifellos ist jedenfalls, dass die Presse die Aussagen der Experten fortlaufend ergänzt und berichtigt haben würde, dass das Thatsachenmaterial ein viel umfangreicheres geworden wäre. Der rühmliche Eifer, mit welchem sowohl verschiedene kaufmännische Korporationen wie auch Private der Kommission statistisches Material, dessen Zusammenstellung zum Teil sehr mühevoll war, zur Verfügung stellten, hätte bei voller Oeffentlichkeit der Verhandlungen noch ein weit fruchtbareres Feld seiner Bethätigung gefunden. Andrerseits wären dann eine Reihe von zeitraubenden Wiederholungen erspart geblieben.

Bei einer öffentlichen Enquete wäre endlich die Kenntnis unsres Börsenwesens in weitere Volkskreise gedrungen. Es ist sehr zu bedauern, dass diese Gelegenheit unwiederbringlich verloren ist. Auch der Umstand, dass die Verhandlungen der Enquete schliesslich publiziert wurden und um teueres Geld von demjenigen, der sich rechtzeitig danach umsieht, im Buchhandel erworben werden können, kann das nicht ersetzen [1].

Es dürfte füglich schwer fallen, wenn nicht ganz un-

[1]) Vgl. über die politische Bedeutung der Enqueten im modernen Staatswesen: Lotz in Nr. 16 des „Sozialpolitischen Centralblattes“, Jahrgang 1894.

möglich sein, einen einigermassen annehmbaren Grund für die Heimlichkeit der Börsenenquete zu finden. Ebenso schwierig ist es aber, festzustellen, wer die Verantwortlichkeit für den Ausschluss der Oeffentlichkeit zu tragen habe. Wie bereits bemerkt, wurde die Geschäftsordnung ohne Debatte angenommen. Wenn man bedenkt, dass der Kommission zwei Professoren der Staatswissenschaften als Mitglieder angehörten, ferner, dass der eine derselben, Professor Cohn, der Verfasser des Aufsatzes „Parlamentarische Untersuchungen in England" ist und für den Verein für Sozialpolitik ein Gutachten „über Untersuchung von Thatsachen auf sozialem Gebiet" abgegeben hat, so fällt die debattelose Annahme der Geschäftsordnung sehr auf [1]).

Ein weiterer technischer Fehler der Börsenenquete bestand in folgendem. Während englischen Enquetekommissionen die Untersuchung konkreter Vorgänge oder Zustände zugewiesen zu werden pflegt, sollte die Reichsbörsenenquete nach den Worten des Staatsministers v. Bötticher einer doppelten Aufgabe gerecht werden: sie sollte das deutsche Volk über die „Börse" aufklären, und sodann einen Börsengesetzentwurf ausarbeiten. Das erstere hätte naturgemäss die Grundlage für das letztere bilden sollen; aber unerklärlicherweise wurden beide Probleme völlig miteinander vermengt, und so kam es, dass keines von beiden in befriedigender Weise gelöst wurde. Die steten Erwägungen für und wider die verschiedenen Reformvorschläge, bevor noch die thatsächlichen Zustände festgestellt waren, raubten der Kommission den festen Halt unter den Füssen. Typisch für das ganze Verhalten der Börsenenquetekommission in dieser

---

[1]) Die Börsenenquetekommission hat ihre ablehnende Haltung gegenüber der Anfrage des Reichskanzlers in folgender Weise „begründet": „Es sei nicht rätlich, wenn die Presse über die Verhandlungen der Kommission Urteile zu fällen in die Lage gesetzt werde, bevor die Arbeiten selbst ihren definitiven Abschluss erreicht hätten. Die stenographischen Berichte und die Beschlüsse bildeten ein einheitliches Ganzes, welches nicht auseinandergerissen werden dürfe. Und wenngleich manche Kreise, namentlich Dozenten an den Universitäten u. s. w., begreiflicherweise möglichst frühzeitig von den Ergebnissen der Kommission unterrichtet werden möchten, so führe doch eine nur stückweise Kenntnis der Materialien leicht zu schiefen Urteilen."

Hinsicht ist das des stellvertretenden Vorsitzenden Gamp. Mit bewunderungswürdigem Eifer nahm Gamp an den Beratungen und Verhandlungen den regsten Anteil; gewissenhaft suchte er allen Seiten der schwierigen Fragen gerecht zu werden. Aber er brachte eben in die Sitzungen nicht den ruhigen Blick des Forschers mit, sondern die ganze Leidenschaftlichkeit eines Parteimannes. Nicht ganz mit Unrecht wird ihm von seinen eigenen Parteigenossen im deutschen Landwirtschaftsrate der Vorwurf gemacht, er habe häufig Vorschläge, die er vorher auf das lebhafteste befürwortete, hintennach einfach fallen lassen [1]). Nicht selten musste Gamp mitten in den Vernehmungen der Sachverständigen eine vorgefasste Meinung aufgeben, und der Rückzug, der diese kleinen Schlappen decken sollte, war nicht immer besonders glücklich. Das führte hie und da zu Auftritten, welche für die Zuhörer, besonders für die anwesenden Sachverständigen geradezu peinlich gewesen sein müssen [2]).

Was den Arbeiten der Börsenenquetekommission endlich noch besonders verhängnisvoll werden sollte, war die Anwendung des Fragebogens [3]).

Zunächst gewinnt man bei der Lektüre der Sachverständigenvernehmungen nicht selten den Eindruck, dass manche Experten sich ohne Bedenken über Dinge äussern, für welche sie doch eigentlich nicht als Sachverständige gelten können. Hieran trägt aber zweifellos nur die Anwendung des Fragebogens die Schuld. Das Abhören auf Grund des Fragebogens hat es sodann mit sich gebracht, dass überflüssig viel Zeit auf Wiederholung bereits bekannter Dinge verwendet wurde, während die Sachverständigen keine Gelegenheit fanden, sich über sonstige,

---

[1]) Vgl. Archiv des deutschen Landwirtschaftsrates 1894, S. 291. v. Röder, welcher im deutschen Landwirtschaftsrate über Börsenreform referierte, schreibt dieses Verhalten Gamps der „ausserordentlichen Beweglichkeit seines Geistes" zu.

[2]) Vgl. z. B. Sachv.-Vern. S. 2106—2108. 3530. — Vgl. übrigens auch die Episode zwischen Prof. Cohn und Sachv. Robinow-Hamburg S. 2168. 2169.

[3]) Vgl. hierzu die Ausführungen von Lotz in der „Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen", Jahrgang 1894, Nr. 6, S. 95 fg.

vielleicht wichtige Fragen zu äussern, weil diese eben im Fragebogen nicht enthalten waren. Besonders gefährlich wurde die Anwendung des Fragebogens bei den Verhandlungen der Börsenenquetekommission deshalb, weil viele in demselben aufgestellte Fragen die Sachverständigen zu einer Stellungnahme gegenüber verschiedenen Reformprojekten zu provozieren suchten. Ist es nun schon an und für sich etwas bedenklich, Interessenten um ihre Meinung über Reformfragen zu fragen und auf diesen Interessentenäusserungen eine Reformarbeit aufzubauen, so erscheint dieses Vorgehen noch weniger erklärlich, wenn man bedenkt, dass selbst der tüchtigste kaufmännische Sachverständige die juristische Tragweite einer vorgeschlagenen Gesetzesbestimmung selten in ihrem vollen Umfange wird ermessen können. Ein Teil der Sachverständigen hat dies auch offen zugestanden und erklärt, sie fühlten sich nicht fähig, diese oder jene Formulierung eines Vorschlages zu beurteilen; ja ein Sachverständiger, welcher mehrmals um seine Ansicht über verschiedene minutiöse Reformpläne befragt wurde, erklärte schliesslich, „er sei doch als kaufmännischer Sachverständiger da“ [1]). Sodann hat sich mitunter gezeigt, dass der eine oder andre Sachverständige einen gewissen Stolz darein setzt, auch seinerseits Reformvorschläge zu machen, oder doch wenigstens von den vorgeschlagenen Massregeln sich eine auswählt, während er alle übrigen ignoriert [2]). Endlich ist noch zu erwähnen, dass der Fragebogen den verschiedenen lokalen Verhältnissen, welche die einzelnen Sachverständigen vor Angen hatten, keine Rechnung trug. Dem hätte allerdings durch eine entsprechende Art der Fragestellung bei der Abhörung selbst leicht abgeholfen werden können; allein im Gegensatz hierzu sind manche Sachverständige geradezu aufgefordert worden, gewisse Fragen nicht vom speziellen Gesichtspunke *ihres* Ortes und *ihres* Handelszweiges, sondern ganz allgemein zu beantworten [3]).

---

[1]) Sachv. Robinow-Hamburg S. 2100.

[2]) Cfr. z. B. Sachv. van Gülpen über Kontrollregister und staatliche Registerbeamten S. 2065. 2074. 2091. 2117. 2120. 2137. 2138.

[3]) Vgl. z. B. a. a. O. S. 3333: Stellv. Vorsitzender (zum Sachv. v. Donner Hamburg): „Ich möchte erstens bitten, Ihre Hamburger Ver-

III. Wir fassen das Ergebnis unsrer bisherigen Ausführungen zusammen:

Die Verhandlungen der Börsenenquetekommission haben den Beweis geliefert, dass das in Deutschland übliche Verfahren bei Enqueten durchaus nicht, wie noch in der Reichstagssession von 1894 von einem Vertreter der Reichsregierung behauptet wurde, „auf der Höhe der Zeit steht". Es wird sich für künftige Anlässe empfehlen, unter Weglassung des Fragebogens im Verfahren bei Enqueten das Prinzip der öffentlichen, mündlichen, kontradiktorischen Vernehmung konsequent durchzuführen und insbesondere den betreffenden Kommissionen lediglich die rücksichtslose Untersuchung der thatsächlichen Zustände zu überweisen.

---

hältnisse nicht so sehr allein bei der Beantwortung dieser Frage massgebend sein zu lassen, und zweitens auch die Beantwortung nicht bloss auf den Artikel Zucker zu beschränken."

Zweites Kapitel.

Die Beschlüsse der Enquetekommission und der Börsengesetzentwurf des Bundesrates.

Die Börsenenquetekommission durfte sich — der Doppelaufgabe, welche ihr Staatsminister Dr. v. Bötticher stellte, entsprechend — nicht auf die thatsächliche Feststellung der Zustände des Börsenwesens beschränken, sondern hatte sich „nach Abschluss der Verhandlungen über ein Gutachten zu einigen, welches den Boden für die etwa zu fassenden Entschlüsse abgeben könne".

Die Kommission hat sich dieser zweiten Aufgabe entledigt, indem sie dem Reichskanzler als Endergebnis ihrer Arbeiten ihre sog. „Beschlüsse" einreichte, welche durch Stimmenmehrheit zu stande gekommen sind und nach Ansicht der jeweiligen Majorität die geeigneten Wege angeben, um den im Börsenwesen hervorgetretenen Missständen zu begegnen.

Bei den innerhalb der Kommission vertretenen Gegensätzen der Interessen und Grundanschauungen und der wechselnden Präsenz der Mitglieder ist es erklärlich, dass die „Beschlüsse" nicht von einheitlichen Gesichtspunkten beherrscht sind, sondern zwischen zwei divergierenden Strömungen hin und her schwanken. Diese Strömungen sind gegenüber den Gebrechen unsrer Gesellschafts- und Wirtschaftsordnung des öfteren zu beobachten: eine Richtung, welche weitgehendes polizeiliches Eingreifen im einzelnen wünscht und eine zweite, welche fürchtet, dass durch weitgehende staatliche Einmischung nichts Positives erreicht, wohl aber das in Frage gestellt werde, was allein Abhilfe bringen

könne: die Selbstzucht der Interessenten, deren Voraussetzungen Verantwortlichkeit und Bewegungsfreiheit sind.

Der Mangel eines einheitlichen Standpunktes in den Reformvorschlägen der Enquetekommission hat sich fortgepflanzt in das vom Bundesrat entworfene Börsengesetz, welches in den Hauptneuerungen den Vorschlägen der Kommission folgt, — mit dem Unterschiede, dass hier diejenige Richtung, welche weitgehendes Eingreifen des Staates fordert, etwas mehr zur Geltung gekommen ist und dass ferner die Bewegungsfreiheit der Einzelstaaten mehr berücksichtigt worden ist, als in den — eine einheitliche Regelung für Deutschland anstrebenden — Beschlüssen der Enquetekommission. Die Hauptreformen sind:

1. Einsetzung eines Staatskommissärs und weitgehende staatliche Aufsicht über die Börse;
2. Verschärfung der Haftung der Emissionshäuser;
3. Einführung eines Terminregisters und Beseitigung des Differenzeinwandes;
4. Massregeln gegen den sog. Börsenwucher;
5. Beseitigung des Prinzips, dass vereidete Makler keine Geschäfte für eigene Rechnung abschliessen dürfen.

Um diese Hauptpunkte gruppieren sich einige mehr nebensächliche Vorschläge, welche teils als Bestimmungen des Reichsbörsengesetzes, teils als Verwaltungsmassregeln des Bundesrates, teils als Verordnungen der Landesregierungen, teils endlich als Vorschriften, welche sich die Börse als Selbstverwaltungskörper gibt, wirksam werden sollen.

Die dem Kommissionsbericht vorausgeschickte Einleitung beweist, dass die Enquetekommission selbst den Mangel einheitlicher Gesichtspunkte in ihren Reformvorschlägen empfunden hat. Die Einleitung will nämlich den prinzipiellen Standpunkt, über welchen die Kommission in sich einig war, darlegen. Aber gerade diese Darlegung beweist, dass hier von einer Einigung über prinzipielle Gesichtspunkte überhaupt keine Rede ist. Der Standpunkt der Kommission ist nach der Einleitung zum Bericht (S. 5) folgender:

Die Börse sei ein unentbehrlicher Faktor für die heutige Volkswirtschaft, es können daher keine Massregeln in Betracht kommen, von denen eine Störung und Beeinträchtigung ihrer

notwendigen Funktionen zu erwarten ist. Inwieweit nun aber die Kommission in sich darüber einig war, welche Funktionen der Börse als notwendig anzuerkennen sind und welche nicht, darüber gibt uns die Einleitung keinen Aufschluss. Im Anschluss hieran wird angedeutet, dass zwei Wege zur Reform der Missstände des Börsenwesens führen können: Selbstzucht der Börse oder Staatshilfe. Die von der Kommission vorgeschlagenen Massregeln sollen sich — nach Angabe der Einleitung — auf dem „Mittelweg zwischen diesen Gegensätzen“ bewegen. Dieser Mittelweg stellt sich jedoch nicht als gerade Strasse dar, sondern als ein Zickzackweg, der sich bald dem einen, bald dem andern der auseinanderzuhaltenden Gebiete nähert, wie wir beim Eingehen in die Einzelheiten der Beschlüsse erkennen werden.

Die Beschlüsse der Enquetekommission haben dem vom Bundesrat gegebenen, in einer Beilage zum Reichsanzeiger vom 1. Juni 1895 veröffentlichten „Entwurf eines Börsengesetzes“ zur Grundlage gedient. Am 3. Dezember ging dieser Entwurf des Bundesrates — nahezu wörtlich unverändert — dem Reichstage zu. In der Anordnung des Stoffes schliesse ich mich im wesentlichen der Disposition der Kommissionsbeschlüsse an und werde im Anschluss hieran die vom Bundesrat getroffenen Abänderungen wiedergeben.

I. Emissionswesen.

Ueber zwei prinzipielle Gesichtspunkte hat sich die Kommission bei ihren Reformvorschlägen über dieses Gebiet geeinigt:

a) Darüber, dass den Effekten im Gegensatz zu Waren der Absatz so gut wie verschlossen sei, wenn sie nicht zum Handel an der Börse zugelassen sind, so dass also die Bedingungen der Zulassung zum Börsenhandel dafür massgebend sind, ob ein Papier in einem Lande Kurs hat oder nicht.

b) Darüber, „dass für einen jeden Staat mit lebhaften internationalen Verkehrsbeziehungen der Besitz internationaler Wertpapiere von grösstem Vorteil ist“.

Diesem Standpunkt entsprechend ist das Ziel, welches sich die Kommission gesteckt hat, nur, „solche Anleihen vom in-

ländischen Markt auszuschliessen, bei denen mehr oder minder erhebliche Kapitalsverluste mit Wahrscheinlichkeit vorauszusehen sind."

Um dieses Ziel zu erreichen, sollen nicht der Staat oder seine Organe eine Verantwortung für die Bonität der Anlagen übernehmen, die Staatsthätigkeit soll sich vielmehr nur erstrecken:

1. Auf zweckentsprechende Gestaltung der Organe, welche über die Zulassung zu entscheiden haben. (Die Kommission spricht hier von einer zu schaffenden Emissions„behörde", während der Bundesrat eine Kommission als „Zulassungsstelle" schaffen will.)

2. Auf die Feststellung der bei der Emission zu beobachtenden Grundsätze.

3. Auf die Statuierung der Verantwortlichkeit der Emissionshäuser.

Auf diesem Gebiete der Börsenreform ist also das Prinzip der Selbstverwaltung mehr zur Geltung gelangt, als bei den übrigen Beschlüssen; von einem direkten staatlichen Eingreifen hat man hier abgesehen.

ad 1. Die Zusammensetzung der vorgeschlagenen Emissionsbehörde soll eine gewisse Bürgschaft dafür bieten, dass bei Emissionen mehr als bisher die Interessen der Gesamtheit, insbesondere des kaufenden Publikums vertreten sind. Die Vertreter letzterer Art bedürfen der Bestätigung der Regierung. Die von der Kommissionsminderheit vorgebrachten Bedenken, es würden sich für die vorgeschlagene Ergänzung der Emissionsbehörde schwerlich qualifizierte Personen finden lassen, die sachunkundigen Mitglieder des Kollegiums könnten leicht zum Werkzeug der sachkundigen werden, bei einer derartigen Gestaltung der Emissionsbehörde bestehe die Gefahr der Verschleppung, wurden von der Majorität nicht geteilt. Sie gibt sich vielmehr der Hoffnung hin, dass sich Leute finden, welche Sachkenntnis mit der Bereitwilligkeit, den allgemeinen Interessen zu dienen, verbinden; gegen die Gefahr der Verschleppung liessen sich Wege finden, etwa in der Weise, dass nur für ausländische Papiere das Plenum der Emissionsbehörde, für inländische ein Ausschuss entscheidet.

Der fernere Einwand, die Bestrebungen des Berliner Aeltestenkollegiums in dieser Richtung seien erfolglos gewesen,

dient im Bericht der Kommission auffallenderweise als Argument für diesen Vorschlag.

Die Bestimmungen über die Zusammensetzung der Emissionsbehörde sollen in das Börsengesetz aufgenommen werden.

ad 2. Die bei der Emission zu beobachtenden Grundsätze. Einheitliche Zulassungsvorschriften für Wertpapiere zum Börsenhandel und zur Kursnotierung für das Reich aufzustellen, soll dem Bundesrat überlassen sein. Um diese Bestimmung wirksam zu gestalten, ist den nicht zugelassenen Wertpapieren die Benutzung der Börseneinrichtungen, sowie die Mitwirkung der offiziellen Makler bei Geschäftsabschlüssen versagt.

Für die Aufstellung der für die Emission geltenden Grundsätze sind dem Bundesrat folgende Anhaltspunkte gegeben:

Zunächst sollen die materiellen Pflichten der Emissionsbehörde nach Ansicht der Kommission im allgemeinen eine Aenderung gegenüber dem gegenwärtigen Zustand nicht erfahren. Die Pflicht, Emissionen von der Zulassung auszuschliessen, bei denen die Sicherheit der Anlage zweifelhaft ist, soll der Emissionsbehörde nicht auferlegt werden. Dagegen soll sie das Recht und die Pflicht haben, „solche Anleihen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden, oder welche offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führen.“

Ferner hat die Kommission an dem an fast sämtlichen Börsen bestehenden Prospektzwang festgehalten; die Vorteile desselben erblickt sie darin:

a) dass die Anonymität des Emissionshauses beseitigt wird und dieses so gezwungen ist, seinen Emissionskredit aufs Spiel zu setzen;

b) dass die zur Beurteilung des inneren Wertes wichtigen Angaben dem Publikum gemacht werden;

c) dass eine sachverständige Behörde geprüft hat, ob diese Angaben gemacht sind, d. h. ob der Prospekt in Bezug auf Richtigkeit und Vollständigkeit seinem Zweck entspricht.

Den verschiedenen Anträgen, inländische Anlagepapiere, ausser deutschen Reichs- und Staatsanleihen, generell vom Prospektzwang zu befreien, hat sich die Kommission nicht

angeschlossen. Was die an den Prospekt zu stellenden Anforderungen betrifft, so hat die Kommission die für die Berliner Börse geltenden „leitenden Gesichtspunkte“ als geeignete Grundlage für die Festsetzung der Zulassungsgrundsätze anerkannt; sie befürwortet nur eine Revision und Ergänzung derselben gemäss den teils von Sachverständigen, teils von Kommissionsmitgliedern gemachten Vorschlägen.

Neu unter den weiteren von der Kommission aufgestellten Grundsätzen ist namentlich folgendes:

a) Die Emissionsbehörde ist berechtigt, unter Umständen auch die Vorlegung der zwischen dem Emissionshaus und dem betreffenden Anleiheschuldner abgeschlossenen Verträge zu verlangen. Das hiergegen geltend gemachte Bedenken, der illoyale Wettbewerb werde dadurch begünstigt, das Emissionshaus könne schwer geschädigt werden, da Konkurrenten desselben sich in der Emissionsbehörde befinden, wurde von der Kommissionsmehrheit nicht für zutreffend erachtet; sie hofft vielmehr, die Mitglieder werden ihre Stellung nicht missbrauchen; direkte Konkurrenten sollen eventuell ausgeschlossen werden.

b) Zwischen dem Handelsregistereintrag eines zur Aktiengesellschaft umgewandelten Unternehmens und der Zulassung der Aktien zum Börsenhandel soll eine Frist von mindestens einem Jahre liegen. Eisenbahnunternehmungen sollen hiervon befreit sein, ausserdem soll die Staatsaufsichtsbehörde diese Frist in besonderen Fällen ermässigen können. Die Mehrheit der Kommission entschied sich dafür, dass die Umwandlung von gewerblichen Unternehmungen zu Aktiengesellschaften etwas zu erschweren sei und dass namentlich zu verhindern sei, dass lediglich eine ganz vorübergehende günstige Stimmung der Börse und des Publikums zu dieser Umwandelung benutzt werde. Das ist der Zweck dieses Vorschlages.

c) Für Aktiengesellschaften ist ein Mindestbetrag des Grundkapitals für die einzelnen Börsen festgesetzt, der für die kleinsten eine halbe Million beträgt.

Die Aktien kleinerer gewerblicher Unternehmungen erschienen der Kommission als ungeeignet zum Börsenhandel. Die hierfür angeführten Gründe sind: Bei kleinen oder ganz fehlenden Umsätzen lasse sich kein Börsenpreis im Sinne des

Handelsgesetzbuches feststellen, die grösseren Börsen seien vor Ueberfüllung mit einem Material zu schützen, das sich besser für Provinzialbörsen eigne, hier die Gefahr der Kursbeeinflussung weniger nach sich ziehe und zugleich zur Stärkung des provinziellen Bankierstandes beitrage.

Der vorgeschlagene Mindestbetrag darf nicht durch Sperrung von Stücken illusorisch gemacht werden. Sperren von Aktien schlechthin als verwerflich zu erklären, erschien der Kommission nicht ratsam.

d) Der Prospektzwang soll ausgedehnt werden auf alle Konvertierungen und Kapitalerhöhungen.

Die Kommission entschloss sich zu dieser Massregel, um dem Publikum über alles Wissenswerte möglichst weitgehende Informationen zu verschaffen und um die Konvertierung ausländischer Anleihen etwas zu erschweren. Dabei wurde besonders auf die Mitwirkung der Presse gerechnet, welche das Publikum über die Thätigkeit solcher Banken aufklären solle, welche fortwährend ausländische Anleihen mit hoher Verzinsung an den Markt bringen und kurze Zeit darauf konvertieren.

Neben diesen in die Beschlüsse aufgenommenen Vorschlägen erörtert der Kommissionsbericht noch einige andre, für welche eine Stimmenmehrheit nicht zu erzielen war. Dahin gehört vor allem die Frage, ob für ausländische Papiere ein Mindestbetrag der Stücke vorzuschreiben sei. Eine in erster Lesung zu stande gekommene Bestimmung dieser Art wurde in zweiter Lesung infolge eines sehr beachtenswerten Abstimmungsresultates gestrichen. Die Mitglieder, welche nach dieser Richtung der Börse überhaupt keine Beschränkung auferlegen wollten, und diejenigen, welchen die beschlossenen Bestimmungen völlig ungenügend erschienen, stimmten zusammen gegen den Vorschlag.

Ebenso hat man von der Bekanntgabe des Uebernahmepreises im Prospekt abgesehen, weil die Zumutung, „von dem Verkäufer einer Ware zu verlangen, dass er dem Käufer derselben den Kaufpreis oder die Herstellungskosten mitteile“, im sonstigen Geschäftsverkehr nicht vorkomme und weil diese Bestimmung umgangen werden könnte.

Für das Verfahren der Emissionsbehörde sind folgende Grundsätze aufgestellt:

Der Antrag auf Zulassung ist an der Börse auszuhängen und zu veröffentlichen. Hierauf entscheidet die Emissionsbehörde erst nach Verlauf von 6 Tagen, nachdem also die öffentliche Meinung Gelegenheit gehabt hat, sich ein Urteil zu bilden über Genehmigung oder Ablehnung des Antrages. Entschliesst sie sich für letztere, so kann nur mit ihrer Zustimmung die Einführung an einer andern Börse erfolgen.

Die Kommission hielt diese Massregel im Interesse der Einheitlichkeit für notwendig, will aber andrerseits eine missbräuchliche Anwendung des Vorschlages verhüten. Daher soll es Sache der Staatsaufsichtsbehörden sein, „darüber zu wachen, dass diese Bestimmung nicht dazu benutzt wird, um Irrtümer, denen eine Börse verfallen, nun dauernd aufrecht zu erhalten“. Für ausländische Papiere soll ferner dem Bundesrat anheimgestellt werden, eine Zentralemissionsbehörde für das Reich zu schaffen.

Ist die Zulassung zum Handel erteilt, so darf derselbe jedoch nur stattfinden, wenn sich die Stücke bereits in Händen des Publikums befinden, d. h. der Handel vor der Zuteilung und besonders vor der Zeichnung soll verboten sein. Die gegen diesen Handel per Erscheinen geltend gemachten Bedenken erschienen der grossen Mehrheit der Kommission stärker als die zu seinen Gunsten vorgebrachten Argumente. Der Handel des freien Marktes ist schwer zu hindern, doch hofft die Kommission, ihm mit Hilfe der Börsendisziplin und der Presse, welche die Kurse dieses verbotenen Handels nicht melden solle, wirksam zu begegnen.

ad 3. Die Haftung der Emissionshäuser. Die Frage, wie weit die Emissionshäuser nach dem geltenden Recht für die Angaben des Prospektes haften, ist streitig. Die Kommission erachtete es als ihre Aufgabe, diese Streitfrage zum Austrag zu bringen. Innerhalb der Kommission bildeten sich zwei Gruppen, von denen die eine die Haftung im wesentlichen auf dolus beschränken wollte, während die andre forderte, das Emissionshaus solle die Verantwortlichkeit dafür übernehmen, dass es die Angaben des Prospektes auf ihre Richtigkeit und

Vollständigkeit geprüft habe. Für keines von beiden hat sich die Kommissionsmehrheit entschieden, da einerseits ein gewisser Schutz für das Publikum schon darin liege, dass das Emissionshaus für eigene Rechnung eine Anleihe übernehme und seinen Emissionskredit aufs Spiel setze, und da andrerseits bei einer zu weit gehenden Haftung zu befürchten sei, das Emissionsgeschäft werde in weniger solide Hände übergehen. Die Mehrheit der Kommission einigte sich auf einen Standpunkt, der in der Mitte zwischen den beiden geschilderten Wegen liegt. Wenn im Prospekt erhebliche Angaben unrichtig oder unvollständig waren, so soll das Emissionshaus haftbar sein, wenn ihm diese Mängel seiner Angaben bekannt waren oder ihm nur deshalb unbekannt geblieben sind, weil es böslich eine ausreichende Prüfung derselben verabsäumt hat. Die „Böslichkeit“ ist nach dem Bericht (S. 68) dann als vorliegend zu erachten, „wenn dem Prüfungspflichtigen bewusst ist, dass die bisher von ihm benutzten Erkenntnismittel noch nicht ausreichen, die Ueberzeugung von der Richtigkeit und Vollständigkeit der erheblichen Angaben zu begründen, er es aber trotzdem unterlässt, weitere erreichbare Erkenntnismittel heranzuziehen.“

Der Vorschlag der Kommission hat ausserdem die Haftbarkeit hinsichtlich der Anspruchsberechtigten, hinsichtlich des zu beanspruchenden Betrages und hinsichtlich der Zeit vorsichtig begrenzt. Die Haftbarkeit ist ausgeschlossen, wenn ein sorgfältiger Mann ungeachtet der Angaben des Prospektes die wirkliche Sachlage kennen musste.

Die Kommission hielt es für wünschenswert, dass der Streit, ob in einem bestimmten Fall eine Pflichtverletzung des Emissionshauses vorliege, mit der Gesamtheit der Anspruchsberechtigten zum Austrag gebracht werde, da hierdurch einerseits die Rechte des einzelnen nachhaltiger gewahrt würden, andrerseits den Emissionshäusern eine gewisse Garantie dafür gegeben werde, dass nur bei flagranter Pflichtverletzung ein Prozess anhängig gemacht wird.

Die Kommission „erachtete es jedoch für ausserhalb ihrer Aufgabe liegend“, nach dieser Richtung eingehendere Vorschläge zu machen. Gründe für diese Erwägung gibt der Bericht nicht an.

Findet die Emission auch zugleich an einer ausländischen Börse statt und machen die Emissionshäuser nicht die von ihnen emittierten Papiere ausdrücklich als von ihnen ausgegebene Stücke kenntlich, so gehört jedes an der Börse lieferungsfähige Stück zu den auf Grund des Prospektes zum Handel zugelassenen; das hat die Bedeutung, dass eventuell für Stücke, welche an einer ausländischen Börse emittiert wurden, Ersatzansprüche gegen das deutsche Emissionshaus geltend gemacht werden können. Entschliessen sich aber die Emissionshäuser, die von ihnen ausgegebenen Stücke als solche kenntlich zu machen, so wird dadurch eine bedeutende Erschwerung der Arbitrage herbeigeführt.

Bezeichnend für den Erfolg, welchen sich die Kommission von dem vorgeschlagenen Rechtszustand versprach, ist folgende Stelle des Berichtes: „Die Kommission war der Ansicht, dass trotz der verschärften Haftung der hauptsächlichste Schutz für das Publikum in der Ehrenhaftigkeit und Solidität des Emissionshauses liegt, und dass alle unehrenhaften Handlungen disziplinarisch geahndet werden müssen.“

Man erwartet also die letzte Rettung von der Selbstzucht der Börse.

In seinen Vorschlägen auf dem Gebiet des Emissionswesens lehnt sich der Entwurf des Bundesrats, wie in der Begründung gesagt ist, durchaus an die Beschlüsse der Enquetekommission an. Abweichend von diesen sind in der Hauptsache nur folgende Bestimmungen des Entwurfes:

Die Befugnis der Landesregierungen, besonders sichere Papiere, ausser den deutschen Reichs- und Staatenanleihen, ebenfalls vom Prospektzwang zu befreien, ist erweitert, ebenso in mehreren Punkten das diskretionäre Ermessen des Bundesrates mehr ausgedehnt worden als im Entwurf der Kommission. Die Bestimmungen über die Haftung der Emissionshäuser erhielten im Entwurf eine andre Fassung: Bei Unrichtigkeit des Prospektes soll das Emissionshaus haftbar sein für grobes Verschulden, bei Unvollständigkeit der Angaben jedoch nur, wenn die Unvollständigkeit beruht auf böslichem Verschweigen oder auf der böslichen Unterlassung einer ausreichenden Prüfung.

II. Terminhandel.

1. Der Terminhandel in Wertpapieren und Waren im allgemeinen.

Das erste, was bei der Betrachtung der Kommissionsreformvorschläge bezüglich des Terminhandels ins Auge fällt, ist die verschiedenartige Behandlung des Waren- und Wertpapierhandels. Der Grund dieser Erscheinung ist darin zu suchen, dass die Kommission zu dem Ergebnis gelangt ist, die hauptsächlichsten Gründe, welche für die Berechtigung des Terminhandels in Waren angeführt werden, träfen im allgemeinen für den Zeithandel in Wertpapieren nicht zu. Ueber die Frage, welche Bedeutung nun aber dem Wertpapierterminhandel zukommt, gingen die Anschauungen der einzelnen Kommissionsmitglieder sehr weit auseinander. Dem Zweck, diese divergierenden Ansichten zum Ausdruck zu bringen, hat der Kommissionsbericht 20 Folioseiten gewidmet (B. S. 73—94).

Der Standpunkt, für welchen eine Majorität schliesslich sich zusammenfand, ist folgender:

Die Vorteile, welche der Terminhandel in Waren wie in Wertpapieren bietet, sind erheblich genug, um denselben an sich als eine berechtigte Form des Verkehrs anzuerkennen[1]). Dagegen hat die Art seiner Entwickelung und das Mass seiner Ausdehnung sowohl hinsichtlich der daran beteiligten Personen, als seiner Objekte „auch beträchtliche Nachteile für allgemeine Interessen — und hier wieder in erhöhtem Mass bei den Waren — zur Folge“. Nach beiden Richtungen soll eine Einschränkung eintreten. Die Hauptquelle der vorhandenen Missstände erblickt die Kommission in der zu weit gehenden Beteiligung des Privatpublikums; daher hat sie in erster Linie eine Reihe von hiergegen gerichteten Massregeln vorgeschlagen. In zweiter Linie sollen gewisse beschränkende Bestimmungen hinsichtlich der Gegenstände, auf die sich der Terminhandel erstrecken darf, erlassen werden. Als drittes

[1]) Eine befriedigende Auseinandersetzung, weshalb der Terminhandel in Effekten notwendig ist, fehlt.

Ziel hat sich die Kommission die Aufgabe gesetzt, die durch die Rechtsprechung des Reichsgerichts über Differenzgeschäfte hervorgerufene Unsicherheit unsres heutigen Rechtszustandes zu beseitigen.

Wir haben sonach zu betrachten:

a) Die Vorschläge hinsichtlich der Wertpapiere und Waren, in welchen der Terminhandel gestattet sein soll.

b) Die Bestimmungen hinsichtlich der am Terminhandel beteiligten Personen.

c) Die Vorschläge über die rechtliche Wirksamkeit eines Termingeschäftes.

ad a) Gegenstände des Terminhandels. Die Kommission ist nicht zu der Ansicht gelangt, dass für bestimmte Gattungen von Wertpapieren oder Waren der Terminhandel durch Gesetz verboten werden soll. Schon die Thatsache, dass der Terminhandel die Grösse, wenn auch nicht die Häufigkeit der Preisschwankungen mildert, liess es der Kommissionsmehrheit nicht für gerechtfertigt erscheinen, denselben für irgend eine Art von Gegenständen prinzipiell auszuschliessen. Daher soll auch nicht — wie von der gegnerischen Seite angeregt war — eine Beschränkung des Terminhandels auf ausländische Valuten stattfinden. Ein Hauptgrund, weshalb man von derartigen Einschränkungen absah, ist ausserdem das Bedenken, „es sei mindestens zweifelhaft, ob es nicht der Börse bei einem Verbot des Termingeschäftes für eine grössere Anzahl von Wertpapieren gelingen würde, für Spiel- und Spekulationsgeschäfte in diesen Papieren andre Formen zu finden“.

Von thatsächlich vorhandenen Missständen und Erfahrungen, welche, trotz der vorerwähnten Erwägungen, eine Einschränkung des Terminhandels hinsichtlich seiner Objekte wünschenswert erscheinen lassen, weiss der Kommissionsbericht nur ein Beispiel anzuführen, das jedoch nicht dem Zeithandel in Wertpapieren, sondern dem in Waren entlehnt ist. Es ist die Einführung des Terminhandels in Kammzug, welche trotz heftiger Opposition hiervon betroffener Kreise und trotz der Ablehnung seitens der Berliner Börse in Leipzig erfolgte. Um derartige Vorkommnisse für die Folge unmöglich zu machen, soll der Bundesrat — nicht die Landesregierung — befugt sein, den

börsenmässigen Terminhandel in bestimmten Wertpapieren oder Waren zu untersagen oder von gewissen Bedingungen abhängig zu machen.

Ferner soll die Genehmigung des Terminhandels in einem Effekt abhängig sein von einem Mindestbetrag des Grundkapitals, der von der Landesregierung festgesetzt werden und nicht unter 20 Millionen betragen soll, „um die Gefahr einer Schwänze zu beseitigen und diesem Handel selbst eine geeignete Grundlage zu geben."

Bevor die Zulassung des Terminhandels ausgesprochen wird, sollen zwei Fragen geprüft sein:

1. Ob ein wirtschaftliches Bedürfnis hierzu vorliegt, und
2. ob nicht andre erhebliche Interessen geschädigt werden.

Daher die Vorschläge: Bekanntgabe des Antrages an die Börsenbesucher und das Publikum, ferner der Nachweis, dass bereits ein regelmässiger Terminhandel besteht, und schliesslich die Bestimmung, dass der Vorstand des Unternehmens, um dessen Papiere es sich handelt, auf Verlangen eines Drittels der Mitglieder der Zulassungsbehörde gehört werden soll, und dass es bei der Zulassung inländischer Bank-, Eisenbahn- und Industriepapiere einer Zweidrittelmajorität bedarf.

Die Zulassung zur Terminnotiz wird ausgesprochen von dem als Emissionsbehörde bereits erwähnten Kollegium. Man hat also hier von einer direkten Mitwirkung staatlicher Behörden abgesehen, obwohl die hier in Betracht kommenden allgemeinen Interessen mindestens so erheblich sind, wie bei der Handhabung der Börsendisziplin. Man hat es ruhig dem Ermessen der Selbstverwaltungsorgane überlassen, zu beurteilen, ob allgemeine Interessen bei Einführung des Terminhandels verletzt werden und ob ein wirtschaftliches Bedürfnis zur Einführung vorliegt. Die Prüfung der letzteren Frage entspricht dem bereits bestehenden Usus, insofern man in Berlin die amtliche Terminnotiz nur gestattete, wenn ein regelmässiger Terminhandel nachgewiesen wurde.

Die Kommission verhehlte sich aber nicht, dass es auch unter den von ihr vorgeschlagenen Bestimmungen möglich sein wird, ein wirtschaftliches Bedürfnis zur Genehmigung der Terminnotiz nachzuweisen durch Vorlage fingierter Schluss-

scheine. Sie weiss aber keinen andern Weg, diesem Uebelstand beizukommen, als wiederum die Börsendisziplin, die also auch in dieser wichtigen Frage das ultimum remedium in ihrem Programm bildet.

ad b) Was die Einschränkungen hinsichtlich der am Terminhandel beteiligten Personen betrifft, so sind dieselben für den Warenhandel schärfer als für den Wertpapierhandel. Die wichtigste Bestimmung für den ersteren ist die Einführung eines Terminregisters, wonach nur diejenigen Personen, welche in die von den Handelsgerichten zu führenden Register eingetragen sind, die rechtliche Fähigkeit zum Abschluss von Börsentermingeschäften (in Waren) haben sollen. Der Antrag, diese Bestimmung auf den Effektenhandel auszudehnen, fand nicht die Zustimmung der Majorität, „obwohl die Kommission durchaus die Möglichkeit würdigte, dass infolge solcher verschiedenen Behandlung die Spekulation des Privatpublikums sich noch mehr als bisher auf Effekten werfen würde“. Als Gründe dieser verschiedenartigen Behandlung des Wertpapier- und Warenhandels führt der Bericht an:

α) Die übergrosse Beteiligung weiter Kreise der Bevölkerung sei zwar bei beiden zu beklagen, aber die allgemeinen Interessen, welche einen Schutz gegen Beunruhigung und Fälschung der Preisbildung forderten, seien bei Waren umfassender als bei Effekten.

β) Die Grenze der berufsmässig Termingeschäfte Betreibenden könne wohl bei Waren festgestellt werden, aber nicht bei Effekten, da auch der Offizier oder Beamte bei richtiger Verwaltung seines Vermögens Veranlassung zum Abschluss eines Termingeschäftes in Wertpapieren haben könne[1]).

γ) Das gewöhnliche Fixgeschäft stehe bei Effekten dem börsenmässigen Terminhandel näher als bei Waren, daher sei eine leichtere Umgehung der vorgeschlagenen Massregel möglich.

δ) Die Spekulation im Kassageschäft sei bei Effekten nicht minder gefährlich als diejenige im Zeitgeschäft.

---

[1]) Vielleicht hat man deshalb so grosses Gewicht auf dieses Argument gelegt, weil man nicht zugestehen wollte, dass in Anbetracht der Internationalität des Spekulationsgeschäftes und Börsenspieles alle Massregeln gegen den Wertpapierterminhandel wirkungslos sind.

ε) Ein Argument, das der Agitation gegen Einführung des Terminregisters für Waren leicht zur Handhabe dienen kann: die Einrichtung sei neu und könne, wenn sie sich bewähre, später auf Effekten ausgedehnt werden. Von den vorerwähnten Gründen abgesehen, würde somit der Terminhandel in Waren vorläufig als Versuchsfeld für Vorschläge zur Bekämpfung des Börsenspieles dienen.

Wenn die Kommission es auch abgelehnt hat, für den Zeithandel in Wertpapieren ein besonderes Register einzuführen, so erschien es ihr doch nötig, zu empfehlen, dass Personen, welche fortgesetzt — nicht nur gelegentlich — Börsengeschäfte in Effekten abschliessen, in das Handelsregister einzutragen seien. Die Kommission war der Ansicht, dass sich viele Personen dieser Verpflichtung entziehen und dass ein öffentliches Bedürfnis vorliegt, die Befolgung der handelsgesetzlichen Vorschriften mehr als bisher zu erzwingen.

Fernere Massregeln gegen das Umsichgreifen des Börsenspiels erblickte die Kommission in Strafbestimmungen. Die erste derselben lautet (III. E, 1 der Beschlüsse): „Wer in gewinnsüchtiger Absicht unter Benutzung des Leichtsinns oder der Unerfahrenheit eines andern denselben in Bezug auf Börsenpapiere zum Abschluss von Geschäften, welche nicht zum Gewerbebetrieb desselben gehören, verleitet, obwohl er weiss oder nach den Umständen annehmen muss, dass der Umfang der Geschäfte die wirtschaftliche Existenz des Verleiteten gefährdet, wird mit Gefängnis bis zu sechs Monaten und zugleich mit Geldstrafe bis zu 10000 Mark bestraft."

Die von einem Teile der Kommission hiergegen erhobenen Einwände, es werde dadurch Unsicherheit in den Geschäftsverkehr gebracht, Analogie mit dem Wucher bestehe hier nicht, die Thatbestandsmerkmale seien zu unbestimmt, der Bankierstand sei der Gefahr der Denunziation ausgesetzt, blieben — wie der Bericht sagt (B. S. 140) — von der Kommission nicht ungeprüft. Die Gründe, weshalb sich die Majorität für obige Bestimmung entschied, sind hauptsächlich sozialer Art.

Der Grundsatz, das Individuum solle selbst die Folgen seines Thuns tragen, sei an sich richtig. Die Gesamtheit der Fälle stelle aber einen grossen sozialen Missstand dar:

zunächst Kapitalverschiebung zu Ungunsten des mittleren und kleineren Besitzes. Besonders hierdurch sei das Odium, das heute auf der Börse lastet, hervorgerufen, die Steigerung des Klassenhasses sei nicht zum wenigsten zurückzuführen auf das verwerfliche Treiben von Kommissionären und Agenten u. s. w., welche bewusst auf einen geistigen oder sittlichen Mangel ihres Opfers gerechnet haben. Damit aber nicht diejenigen, welche die Früchte der Thätigkeit der Unterhändler geniessen wollen, hinter letzteren mit Erfolg Deckung suchen können, soll die Strafvorschrift sich nicht auf Verleitung beschränken, sondern — auch wenn eine solche nicht vorliegt und die übrigen Voraussetzungen gegeben sind, oder die Verleitung vielleicht von einem Dritten ausging — auf den Abschluss von Geschäften mit Unerfahrenen sich erstrecken, wenn der Abschliessende in wissentlicher Benützung dieser Unerfahrenheit gehandelt hat. Die Strafbestimmung gilt nicht nur für Zeit-, sondern für Spekulationsgeschäfte überhaupt; ob Effektivlieferung ausgeschlossen ist oder nicht, ist irrelevant.

Unter der „gefährdeten wirtschaftlichen Existenz“ soll nicht eine abstrakte — die Möglichkeit, sich zu ernähren — verstanden werden, sondern die individuelle; es soll darauf ankommen, welche Bedeutung das aufs Spiel gesetzte Vermögen für die Existenz hat und ob dieselbe im Falle des Verlustes gefährdet ist.

Sämtliche Geschäfte der vorerwähnten Art sollen nichtig sein. Nicht nur der Einschuss, sondern alles Geleistete soll zurückgegeben werden, damit auch der Fall getroffen wird, dass jemand unter Aufgebot seiner letzten Kräfte zwar erfüllt hat, aber darauf in Konkurs verfiel. Gerade für den letzteren Fall erschien es der Kommission zweckmässig, die Staatsanwälte durch die Landesregierungen anweisen zu lassen, dass sie gemäss § 210, Z. 1 der Konkursordnung ihre besondere Aufmerksamkeit den Fällen zuwenden, wo jemand durch leichtsinnige Börsenspekulationen sich ausser Stand setzt, seinen Verpflichtungen gegen seine Gläubiger nachzukommen. Auch die Verfolgung derjenigen, welche dem Schuldner die Gelegenheit zum Differenzhandel gewährt haben, wird empfohlen.

Spekulationsgeschäfte mit Handelsangestellten

erschienen der Kommission zwar ebenfalls als grosser Missstand, sollen aber nicht unter Kriminalstrafe gestellt werden. Die Gründe hierfür sind: Der Begriff der Börsenspekulationsgeschäfte sei zu unbestimmt, und unter den Begriff „Handelsangestellte“ fielen auch Leute von grosser Reife des Urteils und von grossem Vermögen, denen die wirtschaftliche Berechtigung zu solchen Geschäften nicht abgesprochen werden könne.

Eine Einschränkung des Börsenspieles durch Erhöhung der Börsensteuer herbeizuführen, wurde von der Kommission nicht beschlossen. Der Bericht sagt hierüber, die Kommission habe diese Frage nicht vom finanzpolitischen Standpunkt, sondern nur als Mittel, um Ausschreitungen der Spekulation entgegenzuwirken, zu prüfen gehabt und sei zu dem Resultat gelangt, dass sich eine Scheidung zwischen wirtschaftlich berechtigtem und nichtberechtigtem Terminhandel in einer für die Steuertechnik brauchbaren Weise nicht finden lasse. Die Grenze der Steuererhöhung sei durch die Geschäfte der ersteren Art gegeben, eine so begrenzte Steuer vermöge aber nicht von Spielgeschäften abzuschrecken.

Jede Anregung zu Börsenspekulationen durch Agenten, Briefe, Anzeigen, durch Reklamen in öffentlichen Blättern, welche an Personen gerichtet sind, die nicht durch ihren Beruf Veranlassung zu solchen Spekulationen haben[1]), soll disziplinarisch geahndet werden, wenn die Anreizung in einer des ehrbaren Kaufmanns unwürdigen Weise erfolgt. Wie regelmässig, wenn die Wirkungslosigkeit der legislatorischen Reformvorschläge eingestanden wird, sagt auch hier der Bericht: „Hier wird es gerade Aufgabe der Börsendisziplin sein, eine gute Sitte herzustellen und gegenüber eingerissenen Missbräuchen reinigend zu wirken.“

ad c) Einer der wichtigsten Vorschläge für den Terminhandel ist die Anerkennung der Klagbarkeit der Differenzgeschäfte. Sie ist ausgesprochen in dem Satze: „Gegen Differenzansprüche aus Zeitgeschäften über Börsenpapiere sowie aus börsenmässigen Termingeschäften über Waren kann ein

---

[1]) Vgl. Vorschläge I, 4c. 5. 6. 7.

Einwand nicht darauf gegründet werden, dass die Erfüllung durch Lieferung der Papiere oder Waren von den Vertragschliessenden ausgeschlossen worden ist."

Die gegen diesen Beschluss stimmenden Kommissionsmitglieder machten geltend, man entwinde damit unsrer Rechtsordnung eine — wenn auch nicht ganz brauchbare — Waffe zur Bekämpfung des Börsenspieles, es widerspreche die Beseitigung des Spieleinwandes dem Volksgefühl, die neuen Palliativmittel gegen das Börsenspiel seien noch nicht erprobt, vorher könne man nicht an die Beseitigung des Spieleinwandes denken. Die Mehrheit der Kommission erachtete jedoch den obigen Beschluss als natürliche Konsequenz ihrer bisherigen Reformvorschläge. Ihre Gründe sind:

1. Zweierlei zivilrechtliche Anfechtungen nebeneinander können nicht bestehen. Die von der Kommission vorgeschlagenen können nur in Wirksamkeit treten, wenn die heute geltenden beseitigt sind.

2. Die von der Kommission vorgeschlagenen Mittel zur Bekämpfung des Börsenspieles sind weiter gefasst, als die bis jetzt bestehenden. Sie treffen nicht nur Zeit-, sondern auch Kassageschäfte, ferner nicht nur Geschäfte mit wirtschaftlich Schwachen, welche nicht effektiv erfüllen können, sondern auch Geschäfte mit Wohlhabenden, und schliesslich: sie erstrecken sich auch auf Rückerstattung alles endgültig Geleisteten.

3. Die unmoralische Spieleinrede wird eingeschränkt, das Publikum soll auf diese Weise erzogen werden.

Der Spieleinwand soll jedoch nach dem Willen der Kommissionsmehrheit noch statthaft sein:

1. Bei solchen Zeitgeschäften in Waren, die nicht Börsentermingeschäfte im Sinne der beim Terminregister gegebenen Begriffsbestimmung sind.

2. Bei Kassageschäften, die sich die Vertragschliessenden etwa vermöge besonderer Vereinbarungen zu gleichen Wirkungen wie Zeitgeschäfte zurichten mögen.

2. Spezielles über den Terminhandel in Waren.

a) Zulassung zum Terminhandel.

Der Zulassung von Waren zum Terminhandel kommt nach Ansicht der Kommission eine ungleich grössere Bedeutung zu als derjenigen von Wertpapieren, da am Warenterminhandel in der Regel auch grosse vaterländische Interessen beteiligt seien. Der Zeithandel in Waren verändere völlig die Grundlagen des bisherigen Handels und berühre demgemäss die Interessen aller bisher in diesem Handel Thätigen. Bei Waren, welche auch im Inland erzeugt oder verarbeitet werden, seien ferner auch die inländischen Produzenten in erheblichem Masse durch die Einführung des Terminhandels betroffen. Diese Gründe haben die Kommission zu dem Vorschlag bewogen, vor der Zulassung von Waren zum börsenmässigen Terminhandel solle eine vom Reichskanzler in jedem einzelnen Fall zu berufende Kommission von Vertretern der beteiligten Gewerbezweige, sowie der allgemeinen Interessen gutachtlich gehört werden.

Das gegen diesen Vorschlag erhobene Bedenken, die Entscheidung über die Zulassung werde auf die Weise wesentlich erschwert und verzögert, wurde von der Kommissionsmehrheit nicht geteilt.

Mit diesem Vorschlag hat die Kommission zur Sicherung der Interessen der oben erwähnten „weiteren Kreise“ eine zweite zu einer schon früher erwähnten Schutzbestimmung hinzugefügt, denn es ist ausserdem dem Bundesrat die Befugnis zuerkannt, den Terminhandel in bestimmten Wertpapieren und Waren zu untersagen, was zweifellos seitens des Bundesrates geschehen würde, wenn die beteiligten Kreise den Nachweis liefern würden, dass sie durch Einführung des Terminhandels in berechtigten Interessen geschädigt worden seien.

b) Lieferungsqualität.

Da Getreide der hauptsächlichste Konsumartikel sei, demgemäss die auf den Markt gebrachten Mengen ungleich grösser seien als die irgend eines andern Konsumartikels, und da ferner

der grösste Teil des inländischen Bedarfes durch die einheimische Produktion gedeckt werde, befürwortet die Kommission, dass bei Festsetzung der Lieferungsqualität von Termingetreide nicht bloss die Interessen des Handels, sondern auch die der inländischen Konsumenten und die Durchschnittsergebnisse der inländischen Produktion berücksichtigt werden sollen.

In welcher Weise dieser Vorschlag praktisch durchgeführt, d. h. welche Gesichtspunkte für die Festsetzung der Lieferungsqualität massgebend sein sollen, darüber gibt uns die Enquetekommission keine Vorschläge, weil „mehreren ihrer Mitglieder dazu die praktischen Kenntnisse fehlen“.

Die Aufgabe der Feststellung der Lieferungsqualität soll einer von Zeit zu Zeit vom Reichskanzler zu berufenden Kommission zufallen, die aus Vertretern des Handels, der Müllerei und Landwirtschaft und einem den Vorsitz führenden Reichs- oder Staatsbeamten besteht. Damit nun die für die Lieferungsqualität festgesetzten Bedingungen stets sachgemässe Anwendung finden, entschied sich die Kommission dafür, dass die zur Beurteilung der Lieferungsqualität der Waren an der Börse gebildeten Sachverständigenkommissionen durch Hinzuziehung von Vertretern der inländischen Produzenten und Konsumenten verstärkt werden sollen.

c) Kündigungswesen.

Die Kommission ist zu der Ansicht gelangt, dass die Verwendung unkontraktlicher Ware zur Andienung die Interessen der Käufer schädige und geeignet sei, die Preise künstlich zu drücken. Dieselbe soll demgemäss nach Möglichkeit verhindert werden, auch wenn dadurch die Kosten der Untersuchung vermehrt werden. Trotzdem hat die Kommission — aus Rücksicht auf die lokalen Einrichtungen einzelner Börsen — den Antrag abgelehnt, die Feststellung der Lieferungsfähigkeit vor der Andienung unbedingt zu verlangen und beschränkt sich darauf zu befürworten, dass, soweit möglich, Anordnungen zu treffen sind, um die Feststellung der Lieferungsfähigkeit der Waren vor ihrer Andienung zu bewirken. Bei Ankündigung

lieferungsunfähiger Ware soll der Käufer berechtigt sein, dieselbe zu dem von den Sachverständigen festzustellenden Werte zu übernehmen.

Wie gewöhnlich, wenn die Kommission berechtigte Zweifel in die Wirksamkeit ihrer Vorschläge setzt, empfiehlt sie auch hier als wirksamstes Mittel gegen wiederholte Benutzung unkontraktlicher Ware disziplinäres Einschreiten. Erfolgt die Ankündigung unkontraktlicher Ware am Schlusse des Termines, so soll dieser Fall der Nichtlieferung gleichgeachtet werden, d. h. der Käufer soll das Recht des Deckungskaufes haben.

Diese Bestimmung soll nach dem Vorschlag der Kommission, wie es an einigen Börsen bereits geschehen, an allen Börsen in die Schlussscheinbedingungen aufgenommen werden.

d) Die am Warenterminhandel beteiligten Personen.

Das Ziel, den Terminhandel auf den Kreis der berufsmässig hierzu berechtigten Personen zurückzuführen, hat die Kommission, wie bereits erwähnt, für den Warenhandel durch Einführung eines Warenterminregisters zu erreichen gesucht, d. h. eines bei den Handelsgerichten zu führenden Verzeichnisses, das nach Name, Stand und Wohnort alle Personen enthält, welche die rechtliche Fähigkeit zum Abschluss von Termingeschäften besitzen.

Die Eintragungsgebühr soll 500 Mk., die alsdann fortdauernd zu entrichtende jährliche Gebühr 100 Mk. betragen.

Die Eintragungen sind im Reichsanzeiger und den für Veröffentlichung der Handelsregistereinträge vorgeschriebenen Blättern bekannt zu machen. Ueber die Formalitäten der Eintragung und Veröffentlichung, sowie über Ausserkrafttreten und Löschung geben die Beschlüsse unter III. B. detaillierte Bestimmungen.

Börsentermingeschäfte mit Personen, welche zur Zeit des Geschäftsabschlusses nicht in das Register eingetragen sind, sollen rechtsunwirksam sein. Jedoch können Zahlungen, welche bei oder nach völliger Abwickelung des Geschäftes geleistet sind, nicht zurückgefordert werden.

Der Bundesrat stimmt mit der Enquetekommission in der Meinung überein, dass der Terminhandel sowohl hinsichtlich der daran beteiligten Personen, wie hinsichtlich seiner Objekte eine Einschränkung erfahren müsse. Das letztere Ziel soll nach dem Entwurf in Uebereinstimmung mit den Enquetebeschlüssen dadurch erreicht werden, dass dem Bundesrat die Befugnis verliehen wird, den börsenmässigen Terminhandel in bestimmten Wertpapieren oder Waren zu untersagen oder von gewissen Bedingungen abhängig zu machen. Im Bundesratsentwurf wird diese Bestimmung als vollkommen ausreichend erachtet, um detaillierte Vorschriften über die Zulassung von Wertpapieren, wie sie die Enquetekommission gegeben hat, zu ersparen. Allerdings ist in der Begründung zum Entwurf gesagt, dass die von der Enquetekommission gegebenen Einzelvorschriften „einen wertvollen Anhalt“ geben für die Gestaltung der vom Bundesrat zu erlassenden Bedingungen für die Zulassung des Terminhandels. Also hinsichtlich der Einschränkung der Objekte des Terminhandels herrscht zwischen Bundesrat und Enquetekommission Uebereinstimmung, nicht dagegen hinsichtlich der Frage, auf welche Weise der Terminhandel auf den Kreis der wirtschaftlich hierzu Berechtigten zu beschränken sei. Die Enquetekommission hatte, wie wir gesehen haben, zur Regelung dieser Frage eine verschiedenartige Behandlung des Waren- und Wertpapierhandels vorgeschlagen. Der erstere sollte durch Einführung eines Terminregisters, der letztere durch straf- und zivilrechtliche Bestimmungen auf das richtige Mass zurückgeführt werden.

Der Bundesratsentwurf hat diese Verschiedenheit beseitigt, indem er die Einführung eines Börsenterminregisters für Waren wie für Wertpapiere vorschreibt. Die Gründe, welche den Bundesrat hierzu veranlassten, sind:

1. Der in den Börsenkreisen beklagte jetzige Zustand der Rechtsunsicherheit werde durch die Verwirklichung der Vorschläge der Enquetekommission nur verschlimmert, durch allgemeine Einführung des Terminregisters jedoch ganz beseitigt.

2. Wenn auch zugegeben werden müsse, dass sich auch bei Effekten das Börsenspiel vielfach in der Form des Kassageschäftes vollziehe, so sei dies noch kein Grund, auf eine

Reform des Terminhandels zu verzichten. Ueberdies erfordere das Kassageschäft grössere Mittel, und der Verwendung der gleichen Stücke eines Wertpapieres zu einer grösseren Anzahl von Kassageschäften könne durch ein geeignetes Depotgesetz begegnet werden.

Als Konsequenz der allgemeinen Einführung eines Terminregisters für Waren wie für Wertpapiere beschloss der Bundesrat die Streichung der von der Kommission vorgeschlagenen Strafbestimmung gegen Verleitung zum Börsenspiel samt den schwer festzustellenden Merkmalen (Missverhältnis zwischen dem Vermögen des Verleiteten und Kenntnis des Verleiters hiervon) und konnte dafür die einfache Bestimmung treffen, dass zu bestrafen sei, wer gewohnheitsmässig und in gewinnsüchtiger Absicht andre unter Ausbeutung ihres Leichtsinnes oder ihrer Unerfahrenheit zu Börsenspekulationsgeschäften verleite. Des weiteren hat der Bundesrat die von der Enquetekommission vorgeschlagenen Gebühren auf ungefähr den vierten Teil, 150 bezw. 25 Mk., ermässigt. Endlich sollen Termingeschäfte eines Deutschen mit einem Ausländer, wenn zum Gewerbebetriebe gehörig, ohne Rücksicht auf die Eintragung ins Terminregister gültig sein.

Nachdem durch Einführung des Registers der Kreis der zum Terminhandel berechtigten Personen äusserlich kenntlich gemacht ist, konnte sich der Bundesrat in Uebereinstimmung mit der Enquetekommission um so leichter für die Beseitigung des Differenzeinwandes entscheiden [1]).

In den Vorschlägen, welche den Warenterminhandel betreffen, schliesst sich der Bundesratsentwurf im wesentlichen den Kommissionsbeschlüssen an. Nur gegenüber dem Missstand, dass nicht selten unkontraktliche Ware zur Kündigung benutzt wird, geht der erstere einen Schritt weiter als die letzteren, indem er strikte vorschreibt, dass der Verkäufer, sofern er nach erfolgter Kündigung eine unkontraktliche Ware liefert, in Erfüllungsverzug gerät, auch wenn die Lieferungsfrist noch nicht abgelaufen war. Eine entgegenstehende Vereinbarung soll nichtig sein.

---

[1]) Der hierher gehörige § 66 des dem Reichstag unterbreiteten Gesetzentwurfes ist präziser formuliert, als dies in dem ersten Bundesratsentwurf geschehen war.

III. Kursfeststellung und Maklerwesen.

1. Kursfeststellung.

Die Feststellung eines richtigen Börsenpreises ist nach Ansicht der Kommission von grosser Wichtigkeit in doppelter Hinsicht: einerseits für die an der Börse selbst als Käufer und Verkäufer auftretenden Personen und die von ihnen abgeschlossenen Geschäfte, andrerseits für die ausserhalb der Börse stehenden Kreise, — sowohl für die täglich neue Bewertung eines erheblichen Teiles ihres Vermögens, wie für die zwischen ihnen und den Börsenhändlern abgeschlossenen Geschäfte. Als Börsenpreis soll daher nach Ansicht der Kommission nur derjenige Preis angesehen werden, welcher der wirklichen örtlichen Geschäftslage des Verkehres entspreche und demgemäss den gemeinen Wert der Ware darstelle. Inwieweit die an den verschiedenen Börsen üblichen Methoden der Kursfeststellung diesem Ziele nahe kommen, darüber enthält der Kommissionsbericht eine eingehendere Kritik (B. S. 152/3), wonach der sog. „Auktionspreis“ am wenigsten empfehlenswert erscheint, während der Berliner „Einheitskurs“ das oben erwähnte Ziel am ehesten erreicht. Da aber bei der Preisbildung, besonders bei Waren, zu verschiedenartige Momente in Betracht kommen, wie Art der Lagerung der Ware, ihre Qualität, Kreditwürdigkeit des Gegenkontrahenten, so soll die Art der Kursfeststellung den einzelnen Börsen überlassen bleiben. Die Landesregierungen sollen allgemeine Bestimmungen erlassen; als Richtschnur hierfür gibt die Kommission sowohl für Waren, wie für Wertpapiere folgende Anregungen:

1. Die Kursfeststellung ist unter Kontrolle der Börsenbehörde zu stellen; als Hilfspersonen sollen die vereideten Makler zugezogen werden.

2. Möglichst alle — auch die ohne Vermittelung vereidigter Makler — abgeschlossenen Geschäfte sollen die Grundlage für die amtliche Notiz bilden. Nicht durch vereidete Makler abgeschlossene Geschäfte müssen daher sofort beim Abschluss zur Notiz angemeldet werden, widrigenfalls sie von allen Vorteilen der Börseneinrichtungen ausgeschlossen sein sollen.

3. Nach Möglichkeit sollen die gehandelten Mengen jeweils veröffentlicht werden. Dies allgemein vorzuschreiben unterliess die Kommission angesichts der hiergegen erhobenen Bedenken (zu grosse Zahl von Effekten, Verspätung der Herausgabe des Kurszettels).

4. Die Kommission empfiehlt, soweit nicht ein Einheitskurs eingeführt ist, die Einteilung der Börsenzeit in mehrere Zeitabschnitte und mehrfache Kursfeststellung zur besseren Kontrolle der Kommissionäre.

5. Hinsichtlich der Umrechnung ausländischer Valuten und der usancemässigen Zinsberechnung bei dividendentragenden Papieren soll durch den Bundesrat an den verschiedenen Börsen Einheitlichkeit geschaffen werden.

6. Dolose Beeinflussung der Kurse soll entsprechend Art. 249 d^2 des H.G.B. nicht nur bei Aktien, sondern überhaupt strafrechtlich verfolgt werden.

Von allen diesen Vorschlägen befürwortet keiner, den Staat irgendwie zu einem direkten Eingriff in den Börsenorganismus zu veranlassen, der „Regierungskommissär" hat nicht die Aufgabe, über die Richtigkeit der Kursfeststellung — die gewiss von allergrösster Wichtigkeit ist — zu wachen, vielmehr ist hier das Prinzip der Selbstverwaltung der Börse durchaus anerkannt und den Börsenbehörden das Vertrauen entgegengebracht, dass sie auch ohne Aufsicht eines Staatsbeamten in zweckentsprechender Weise ihres Amtes walten.

2. Maklerwesen.

Das Institut der vereidigten Makler soll eine Umgestaltung erfahren. Die wichtigste von der Kommission vorgeschlagene Neuerung ist: es sollen den offiziellen Maklern unter angemessenen Kautelen Geschäfte für eigene Rechnung gestattet werden. Die Kommission befürchtet nicht, dass dadurch die Objektivität und Unparteilichkeit der offiziellen Makler bei der Feststellung der Kurse wesentlich beeinträchtigt wird. Doch soll über solche Geschäfte eine gewisse Kontrolle geschaffen werden, etwa in der Weise, dass dem Makler die Pflicht auferlegt

wird, Beträge, welche er selbst zu übernehmen wünscht, vor der Uebernahme auszubieten. Ferner soll die Möglichkeit, ungeeignete Vermittler aus dem Amt zu entfernen, erleichtert und zugleich die Gelegenheit geschaffen werden, besonders tüchtige Kräfte mit diesem Amt zu betrauen. Deshalb sollen die Makler nicht mehr auf Lebenszeit angestellt werden; ferner sollen sie durch die Börsenbehörde vorgeschlagen und durch den Staat nur angestellt und vereidigt werden. Auf dem gleichen Wege soll ihre Entlassung erfolgen.

Den gegen Maklerbanken von einigen Kommissionsmitgliedern vorgebrachten Bedenken schloss sich die Majorität nicht an. Sie war vielmehr der Ansicht, dass dieselben dem Spekulationsgeschäft eine solidere Grundlage gegeben, auf die Spekulation einschränkend gewirkt haben, dass ferner ein Missbrauch der von den Leitern von Maklerbanken gewonnenen Kenntnis der Richtung der Spekulation nicht erwiesen sei.

Aus diesen Gründen unterliess es die Kommission, hinsichtlich der Maklerbanken irgendwelche Vorschläge zu geben.

Den Ausführungen und Beschlüssen der Enquetekommission über Kursfeststellung und Maklerwesen hat sich der Bundesrat in seinem Entwurf prinzipiell angeschlossen und nur in untergeordneteren Punkten die darin vorgezeichnete Bahn verlassen.

Die Kommission hatte vorgeschlagen, es sollten alle nicht durch die sog. Kursmakler abgeschlossenen Geschäfte in ein an der Börse zu führendes Buch eingetragen werden, widrigenfalls sie bei Feststellung der amtlichen Notiz nicht berücksichtigt werden dürften. Statt der Eintragung in ein Buch empfiehlt der Bundesratsentwurf, mit Rücksicht auf den lebhaften Geschäftsverkehr der Börse, eine schriftliche Anzeige der Kontrahenten an einen Kursmakler oder den Börsenvorstand. Doch bleibt es den Börsenordnungen überlassen, diesen Modus, der an der Hamburger Börse besteht, oder die Einführung des von der Kommission vorgeschlagenen Buches zu wählen.

Auf dem Gebiete des Maklerwesens enthält der Bundesratsentwurf ebenfalls nur eine unbedeutende Aenderung der Kommissionsbeschlüsse. Der Entwurf sieht nämlich davon ab, die Anstellung der sog. Kursmakler für einen bestimmten kürzeren

Zeitraum zu empfehlen, damit nicht der Kursmakler sich von dem Wunsche, seitens des Börsenvorstandes wiedergewählt zu werden, in seiner Geschäftsführung beeinflussen lasse. Doch soll es den Landesregierungen überlassen sein, den von der Kommission vorgeschlagenen Weg zu wählen, um ungeeignete Makler auch ohne disziplinäres Vorgehen aus dem Amt entfernen zu können und durch tüchtigere zu ersetzen.

IV. Kommissionsgeschäft.

Die Kommission hat gefunden, dass dem Geschäftsverkehr zwischen Bankiers und Kunden manchmal Geschäftsbedingungen zu Grunde gelegt werden, „die in Betreff der Voraussetzungen für eine Depotverstärkung oder einen Nachschuss oder Einschuss nach bereits eingegangener Geschäftsverbindung durch eine an Willkür des Kommissionärs grenzende Unbestimmtheit oder durch besondere Härte in Betreff der Bemessung der Frist hierfür hervorstechen“. Aber nach Ansicht der Kommission lassen sich zwingende gesetzliche Grenzen für das Mass solcher Klauseln nicht aufstellen. Die Bekämpfung von Geschäftsbedingungen, welche gegen den kaufmännischen Anstand verstossen, soll nur im Wege der Börsendisziplin erfolgen.

Die Missstände, welche in dem Verhalten der Börsenhändler gegenüber den ausserhalb der Börse stehenden Kreisen zu Tage getreten sind, leiten sich teils aus der Entwickelung des deutschen Bankgewerbes (Vermischung von Propre- und Kommissionshandel) und dem heutigen Rechtszustand (Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs, Depot- und Pfandrecht), zum grösseren Teil aber aus dem individuellen Verhalten vertrauensunwürdiger Bankiers her. Den Missständen der letzteren Art gegenüber weiss die Enquetekommission nur das Mittel der Selbstzucht der Börse anzugeben, im übrigen erkannte sie, dass sie hier am Ende ihrer Macht steht. Die natürliche Konsequenz dieses Standpunktes ist, die nötigen Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass die Börse an sich diese Selbstzucht zu üben vermag, dass sie sich insbesondere von ungeeigneten Elementen freizuhalten vermag. Inwieweit die Enquetekommission diese

Konsequenz gezogen und in ihren Vorschlägen zum Ausdruck gebracht hat, werden wir später sehen.

Hier ist unsre Aufgabe nur, festzustellen, dass sich die Vorschläge lediglich gegen die Missstände ersterer Art richten, d. h. gegen diejenigen, welche sich herleiten aus dem Kommissionsrecht.

Der Punkt, mit welchem sich die Enquetekommission am eingehendsten befasste, ist das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs. Trotz der üblichen Einwände gegen dasselbe, die im wesentlichen im Bericht wiedergegeben sind (B. S. 164), glaubte die Enquetekommission nicht eine Beseitigung oder auch nur eine wesentliche Erschwerung des Selbsteintrittsrechtes befürworten zu dürfen, sondern sie will sich auf möglichste Klarstellung des Rechtsverhältnisses zwischen Kommittenten und Kommissionär beschränken — besonders hinsichtlich der Preisfeststellung. Die Vorschläge nach dieser Richtung sind folgende:

1. Das Selbsteintrittsrecht soll auf Objekte beschränkt sein, welche einen amtlich festgestellten Börsen- oder Marktpreis haben.

Die Kommission betrachtet diese Forderung als die praktische Folge der Auffassung, „dass die Garantie für Richtigkeit eines Kurses in der Mitwirkung börsenamtlicher Organe bei seiner Feststellung gefunden werden muss“. Ausserdem entspricht dieser Vorschlag auch den für die Preisfeststellung gegebenen Vorschlägen (mehrfache Kursfeststellung in einzelnen Abschnitten der Börsenzeit zur Kontrolle des Kommissionärs).

2. Es soll ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass der Selbsteintritt nur eine mögliche Art der Ausführung ist, d. h. es soll der Anschauung entgegengetreten werden, als ob das Auftragsverhältnis im Falle des Selbsteintritts als nicht vorhanden angesehen werden könne. Diesen Zweck verfolgt der Vorschlag sub V. A. 2 der Beschlüsse.

3. Werden mehrere Preise notiert, so hat der Kommissionär die Einhaltung desjenigen Börsenpreises nachzuweisen „welcher zu der Zeit bestand, zu welcher der Kommissionär die Anzeige von der Ausführung des Auftrages behufs Absendung an den Kommittenten abgegeben hat“.

Die Kommission hofft, es werden sich Börseneinrichtungen treffen lassen, welche die Durchführung dieses Prinzipes ermöglichen, z. B. mit der Börse in Verbindung stehende Telegraphenbureaus, Einreichung der Ausführungsanzeige in adressierten Couverts an Börsenbeamte, welche den Zeitpunkt der Einreichung auf dem Couvert vermerken und dasselbe nicht zurückgeben dürfen etc.

Für den Fall, dass die Ausführungsanzeige erst nach Schluss der Börse erfolgen sollte, hat die Kommission hinsichtlich des Preises, zu welchem der Selbsteintritt gestattet sein soll, Bestimmungen vorgeschlagen, welche eine Uebervorteilung des Kommittenten verhüten sollen. Dem Kommissionär soll nämlich, wenn er die Ausführungsanzeige erst nach Schluss der Börse abgibt, der Selbsteintritt nur gestattet sein zu dem Preise, der am Schlusse bestand oder — sofern dies für den Kommittenten günstiger ist — zu dem mittleren Preis, der sich aus der Vergleichung sämtlicher während der Börse bestehender Preise ergibt (s. Beschlüsse V. A. 3).

4. Innerhalb der von der Kommission vorgeschlagenen Schranken ist die Wahl des Zeitpunktes für die Ausführungsanzeige immer noch in das Belieben des Kommissionärs gestellt. Zur Entscheidung der Frage, ob er bei dieser Wahl die ordnungsmässige Sorgfalt angewandt habe, hat man zunächst nur die Behauptung des Kommissionärs zum Anhaltspunkt. Es soll deshalb dem Kommittenten ein Gegenbeweis zustehen. Doch will die Enquetekommission dem Kommissionär einen weiten Spielraum gewähren, ehe man dazu gelangen kann, seine Wahl im Vergleich zu einer andern, die sich hätte treffen lassen, als eine der gebotenen Sorgfalt entbehrende zu bezeichnen (B. S. 177).

5. Um dem etwaigen Einwand des Kommissionärs zu begegnen, er habe, als er mit einem dritten für sich abschloss, die — freilich fehlgeschlagene — Erwartung gehegt, es werde sich noch ein günstigerer Kurs bilden, zu welchem er für seinen Kommittenten abschliessen könne, soll dem Kommittenten der Anspruch auf den günstigeren Preis zustehen, zu welchem etwa der Kommissionär aus Anlass des Auftrages für eigene Rechnung ein Geschäft mit einem dritten abgeschlossen hat.

6. Das bisherige sog. Wahlrecht des Kommissionärs soll beseitigt werden. Es soll ihm die Möglichkeit benommen werden, den Kommittenten im ungewissen zu lassen, ob er selbst eintritt oder nicht. Die Vorschläge sub V. A. 6 u. 7 suchen dieses Ziel zu erreichen.

7. Um dem Kommittenten eine Kontrolle über den Kommissionär zu schaffen, welche auch längere Zeit nach der Ausführung eines Geschäftes noch wirksam ist, wird dem Kommissionär die Pflicht zur Führung eines Tagebuches auferlegt, in welches alle von ihm abgeschlossenen Geschäfte nach Betrag, Preis und Art der Ausführung einzutragen sind.

Die ferneren Vorschläge der Enquetekommission befassen sich mit dem Pfandrecht des Kommissionärs.

Die partikularrechtliche Verschiedenheit des Rechtszustandes, wonach beim Pfandverkauf in einem Rechtsgebiet richterliche Mitwirkung, in einem andern die eines vereideten Maklers, in einem dritten keines von beiden erforderlich ist, wird durch das bürgerliche Gesetzbuch ausgeglichen werden. In welchem Sinne dies geschehen werde, war zur Zeit, als die Kommission tagte, zweifelhaft. Die Kommission erachtete für nötig, ihren Standpunkt in dieser Frage zum Ausdruck zu bringen, wonach der freihändige Pfandverkauf seitens des Pfandgläubigers — ohne Mitwirkung eines vertrauenswürdigen Dritten — zu verhindern ist. Deshalb der Vorschlag, der Pfandverkauf solle nur in den Formen des Art. 311 des H.G.B. stattfinden, der Kommissionär solle nur in einem öffentlich bekannt gemachten Verkaufstermin als Käufer auftreten können. Die Beseitigung einiger Uebelstände, welche auf das geltende Depotrecht zurückzuführen sind, glaubte die Kommission der neuen Depotgesetzgebung überlassen zu sollen, deren Entwurf ihr in letzter Stunde zuging und ihre Billigung fand. Soweit Missstände in dem Verhältnis zwischen Kommissionär und Kommittent strafrechtlich erreichbar sind, empfiehlt die Kommission deren Verfolgung. Der Kommissionär soll wegen Untreue bestraft werden, wenn er absichtlich und um sich einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen, zum Nachteil seines Auftraggebers handelt.

Gleich den Beschlüssen der Enquetekommission hält der Entwurf des Bundesrates auf dem Gebiete des Kommissionsgeschäftes an dem Bestehenden fest und sucht nur „durch Ausbau und Klarstellung der gesetzlichen Bestimmungen den hervorgetretenen Missbräuchen thunlichst vorzubeugen“.

Die Punkte, in welchen der Entwurf von den Beschlüssen abweicht, sind folgende:

1. Das Recht des Kommissionärs, einen Auftrag durch Selbsteintritt zur Ausführung zu bringen, soll nicht — wie die Kommission vorgeschlagen hatte — auf diejenigen Waren beschränkt sein, welche einen amtlich festgestellten Börsen- oder Marktpreis haben; wohl aber soll dies bei Wertpapieren der Fall sein. Diese verschiedenartige Behandlung des Wertpapier- und Warenhandels motiviert man damit, es müsse anerkannt werden, dass gewichtige Interessen, insbesondere solche des Ein- und Ausfuhrhandels, der Ausdehnung des vorerwähnten Grundsatzes auf den Warenverkehr widerstreben, weil eine amtliche Notierung von Preisen bei allen für das Kommissionsgeschäft wesentlichen Warengattungen nicht durchzuführen sein würde.

2. Um dem Missstand zu begegnen, dass der Kommissionär in der Ausführungsanzeige seinen Kommittenten im unklaren darüber lässt, ob der Auftrag durch Selbsteintritt oder durch Abschluss mit einem dritten erfolgt ist, soll in Ermangelung einer gegenteiligen Erklärung angenommen werden, dass der Auftrag durch Abschluss mit einem dritten ausgeführt ist, während die Enquetekommission für diesen Fall vorgeschlagen hatte, der fragliche Auftrag solle als durch Selbsteintritt des Kommissionärs ausgeführt gelten. Die Erklärung, welche der Entwurf für diese Abweichung gibt, lautet:

„Eine Vorschrift, die in Zweifelfällen den Selbsteintritt annähme, würde diesen, der Natur des Auftragsverhältnisses zuwider, begünstigen und einen gesetzesunkundigen Kommittenten nicht dagegen sichern, dass er von der Eigenschaft des Kommissionärs als Selbstkontrahenten erst verspätet Kenntnis erlangt.“

In allen übrigen Punkten, besonders in der Bestrafung der Untreue des Kommissionärs, schliesst sich der Entwurf durchaus den Beschlüssen an.

Am Schlusse ihres Berichtes empfahl die Enquetekommission (B. S. 188/9), es solle an denjenigen Orten, an welchen durch das private Bankgewerbe für die rechtschaffene Vermittelung der Kapitalsbelegung nicht ausreichend gesorgt sei, durch öffentliche Kassen (Sparkassen, Postanstalten) eine ergänzende Thätigkeit entwickelt werden. Man hatte bei dieser Anregung innerhalb der Kommission besonders auf Postsparkassen, weitere Ausdehnung des Kommissionsgeschäftes der Reichsbank und die in Frankreich bestehenden Einrichtungen [1]) hingewiesen. Da nähere Vorschläge nach dieser Richtung „zu tief in Gebiete hineinreichen, welche mit der eigentlichen Aufgabe der Kommission nur lose zusammenhängen“, unterliess es die Kommission in ihren Beschlüssen, ebenso der Bundesrat in seinem Entwurf, irgend welche Bestimmungen dieser Art zu treffen.

V. Organisation.

Die Betrachtung der bisher wiedergegebenen Reformvorschläge der Kommission und des Bundesrates hat ergeben, dass zur Bekämpfung der im Börsenwesen hervorgetretenen Missstände in letzter Linie auf die Börsendisziplin verwiesen wurde. Ob aber die „Selbstzucht“ wirksam ausgeübt werden kann, das ist in letzter Linie eine Frage der Börsenverfassung, deren Reform daher als das Fundamentalproblem anzusehen ist.

Welche Verfassung soll nun nach den Beschlüssen der Kommission und dem Gesetzentwurf des Bundesrates der Börse gegeben werden? Bei Beantwortung dieser Frage kommt dreierlei in Betracht:

a) Die rechtliche Stellung der Börse.

b) Die Bedingungen der Zulassung und des Ausschlusses von Personen.

c) Die Börsendisziplin.

ad a) Die Börse dient zunächst der Erleichterung des Abschlusses von Handelsgeschäften, sie bildet die Grundlage für

[1]) Die Steuerbeamten (percepteurs, receveurs généraux, receveurs particuliers) nehmen daselbst Aufträge zur Anschaffung französischer Rente entgegen und vermitteln die Ausführung an der Pariser Börse.

die Entfaltung des Unternehmungsgeistes, sie ist der Markt für das mobile Kapital, für die Kreditvermittelung, sowie für die Regelung internationaler Zahlungsverhältnisse und ist somit auch für den gesamten Welthandel in Waren von Bedeutung. Da also die Börse die Interessen weiter Kreise berührt, soll es nicht Privatleuten gestattet sein, beliebig Börsen zu errichten und nach ihrem Gutdünken zu gestalten, sondern die Errichtung von Börsen und die Genehmigung der Statuten, die sie sich geben, soll der Staatsregierung — und zwar der Landesregierung, nicht der Reichsregierung — überlassen, die direkte Aufsicht aber über die Börsen soll den Handelsorganen übertragen werden. Im wesentlichen soll also der in Preussen bereits bestehende Rechtszustand auf die übrigen deutschen Börsen übertragen werden — eine Erscheinung, die bei der Reichsgesetzgebung nicht selten zu beobachten ist. Eine wichtige Befugnis wird aber dem Reich zuerkannt: der Bundesrat soll bezüglich der Geschäftszweige, welche zum Gegenstand des Börsenhandels gemacht werden dürfen, allgemeine Anordnungen zu erlassen befugt sein, weil der an einem Börsenplatz zugelassene Handel in bestimmten Waren seine Bedeutung weit über den Kreis der betreffenden Börse und vielfach des Landes, in dem die Börse belegen ist, hinaus äussere (B. S. 12). Das Ziel, das die Kommission durch diesen Vorschlag erreichen wollte, ist jedoch vollkommen nur auf dem Wege internationaler Regelung zu erreichen, weil der in einem Papier an einer ausländischen Börse zugelassene Handel ebenfalls seine Kreise bis ins Inland hinein ziehen kann. Letztere Konsequenz zu ziehen, hat man in der Kommission nicht versucht.

ad b) Die Zulassung von Personen zur Börse und die Bedingungen ihres Ausschlusses bilden eine der Kardinalfragen der Börsenreform. Es ist ein allgemeiner Erfahrungssatz, dass die besten Gesetze der Welt wertlos sind, wenn nicht die Beteiligten selbst die energische Neigung haben, sie zur Anwendung zu bringen. Es kam also vor allem darauf an, durch geeignete Massregeln die Börse zu einem Institut zu gestalten, dessen Mitglieder ein gewisses Standesgefühl und feste Begriffe darüber haben, was dem ehrbaren Kaufmann erlaubt und verboten sei. Reformen nach dieser Richtung hat die Kom-

mission aber abgelehnt. Nach ihrer Ansicht würde ein Privilegium Wohlhabender geschaffen, wenn man den Börsen eine korporative Verfassung geben wollte. Das sollte vermieden werden, in Anbetracht der Thatsache, dass die deutschen Börsen infolge ihrer freieren Organisation zu bedeutend niedrigeren Provisionssätzen arbeiten als andre und infolgedessen für die internationale Arbitrage von grosser Bedeutung geworden seien. Ebenso wurde der Vorschlag verworfen, die Zulassung von der Stellung einer Realkaution abhängig zu machen, da dieselbe, hoch gegriffen, eine Schädigung, vielleicht Fernhaltung tüchtiger junger Kräfte zur Folge habe, gering bemessen, ohne Bedeutung sei. Dass sich auch bei Festsetzung einer Realkaution die richtige Mitte finden lasse, auf welche weder die erste, noch die zweite Befürchtung zutrifft, nahm die Kommission nicht an.

Zuzulassen zur Börse sind nach den Vorschlägen der Kommission Personen, welche Handelsgeschäfte betreiben in solchen Waren, für deren Handel die Börse errichtet ist; ausserdem Personen, deren Anwesenheit zur Förderung der Börsengeschäfte von Wert ist, wie Vertreter von Hilfsgewerben, Journalisten, Notare u. s. w. Das Recht, selbst Geschäfte abzuschliessen, ist letztgenannten Personen, ebenso den Handelsangestellten, ausdrücklich abgesprochen. Wenn diesem Verbot zuwider Personen dieser Gruppe gewerbsmässig Geschäfte abschliessen, erfolgt ihre Ausschliessung von der Börse. Die von der Kommission verlangten Garantien für die moralische Qualifikation des Bewerbers sind: schriftliche Empfehlung durch drei Börsenbesucher — von welchen eventuell Realkaution verlangt werden kann —, Bekanntgabe des Gesuches durch achttägigen Aushang an der Börse, danach mündliche Erklärung der Empfehlenden, dass sie den Bewerber nach sorgfältiger Prüfung der Achtung seiner Berufsgenossen und der Aufnahme in die Börse für würdig erachten. Disziplinäres Einschreiten gegen Gewährsmänner, welche wissentlich oder infolge grober Fahrlässigkeit einen Unwürdigen empfohlen haben, ist vorgesehen.

Der Bericht sagt von diesen Vorschlägen: „Die Kommission ging hierbei von der Annahme aus, dass durch diese Erklärung dem Gewährsmann die Verpflichtung auferlegt wird, sich über die persönlichen und geschäftlichen Verhältnisse der die Zu-

lassung zum Börsenbesuch beantragenden Personen eingehend zu erkundigen und nur solche Personen in Vorschlag zu bringen, aus deren früheren Verhältnissen nicht nur kein Bedenken gegen die Aufnahme geltend zu machen ist, sondern deren bisheriges Verhalten eine Gewähr für die Vertrauenswürdigkeit und Solidität bietet" (B. S. 17).

Die angestrebte einzige Garantie, dass die Börsenbesucher, welche einen Bewerber empfohlen, ihre Pflicht stets in diesem Sinne auffassen — die disziplinäre Ahndung —, tritt erst in Wirksamkeit, wenn Schaden angerichtet ist. Für die Ausschliessung sollen im wesentlichen die in § 5 der revidierten Berliner Börsenordnung niedergelegten Grundsätze massgebend sein. In Zahlungsunfähigkeit geratene Börsenbesucher sollen ausgeschlossen sein, bis die Börsenbehörde auf ihren Antrag die Zulassung wieder gestattet.

ad c) Die Sitzungsprotokolle, sowie die Vorschläge der Kommission über „Börsendisziplin" geben ein Bild des Ringens zwischen den für die Reform in Betracht kommenden Grundprinzipien: Selbstzucht der Börse und staatliche Bevormundung. Die Anhänger des ersteren Prinzips machten den Vertretern des letzteren Konzessionen, um weitergehende Kompetenzen der Börsenbehörde zu erlangen, während diese wiederum die Mitwirkung eines staatlichen Beamten — eines „Regierungskomissars" — als die Bedingung betrachteten, unter welcher sie die Börsenvorstandschaft mit weiteren Vollmachten auszustatten bereit waren; die wichtigste dieser Vollmachten ist das Recht der eidlichen Zeugenvernehmung.

Das erstere Prinzip ist zum Durchbruch gelangt in der Bestimmung, die Handhabung der Disziplin solle entweder dem Plenum der mit der allgemeinen Aufsicht betrauten Handelsorgane oder einem aus der Wahl der Börsenbesucher hervorgegangenen Kollegium übertragen werden; ganz besonders aber in dem Grundsatz, es solle auch das ausserbörsliche Verhalten der Börsenbesucher der Beurteilung des Disziplinarhofes unterliegen: d. h. wer bei Ausübung seines Geschäftsbetriebes die kaufmännische Ehre verletzt oder sich Handlungen zu Schulden kommen lässt, welche ihn der Achtung seiner Standesgenossen unwürdig machen, soll von der Disziplinarbehörde zur

Verantwortung gezogen werden können. Dass gerade im Verkehr zwischen den Börsenkreisen und dem aussenstehenden Publikum die Missstände hervorgetreten sind, welche vor allem die Enquete hervorgerufen haben, unterliegt gar keinem Zweifel. Dass nur die Fälle gröbster Ausschreitung in diesem Geschäftsverkehr vor die oft nicht genügend sachkundigen Zivilrichter gebracht werden konnten, haben die Erfahrungen gezeigt. Diese bedeutende Lücke soll die künftige Disziplinarbehörde ausfüllen.

Kaum ist der erste Schritt gethan zur Heilung der Börsenschäden von innen heraus, indem man dem sachkundigen Richterkollegium der Standesgenossen diese weitgehende Kompetenz verlieh, so machen sich schon Zweifel an der Wirksamkeit dieser Massregel geltend, die ihren Ausdruck in dem Institut des Regierungskommissärs finden, der von der Landesregierung zu bestellen und von der Ablehnung oder Einleitung jeder Untersuchung in Kenntnis zu setzen ist, sowie selbst solche verlangen, sowie Beweisanträge, denen stattgegeben werden muss, stellen kann. Leider hat es die Kommission unterlassen, irgend welche Vorschläge hinsichtlich der Vorbildung und Vorbereitung dieses Beamten zu machen.

Nichtsdestoweniger erblickt sie in ihm ein geeignetes „Gegengewicht zur Selbstverwaltung", sie hält ihn für berufen, das öffentliche Interesse, um das es sich bei Ahndung der die kaufmännische Ehre verletzenden Handlungen handle, zu wahren, sie erwartet, dass das Vertrauen des Publikums zur Gerechtigkeit der Börsenbehörde sich erhöhe und dass diese gleichzeitig gegen den Verdacht der Konnivenz geschützt werde.

Die von einer Minderheit geltend gemachten Bedenken, es biete diese Einrichtung leicht Gelegenheit zu ungerechtfertigten Denunziationen, ferner, es sei zu befürchten, dass ein den kaufmännischen Anschauungen fernstehender Beamter sich leicht in Widerspruch mit diesen setze, schienen der Majorität nicht erheblich genug, um auf die vorerwähnten Wünsche zu verzichten.

Das Verfahren des in dieser Weise organisierten Disziplinarhofes soll im allgemeinen nicht öffentlich sein, doch steht dem Regierungskommissär sowie dem Beschuldigten das Recht zu, die Oeffentlichkeit zu verlangen. Die gegen die Oeffentlichkeit

vorgebrachten Gründe, es sei eine Schädigung des Kredites der Beteiligten, sowie eine Verletzung gewisser Geschäftsgeheimnisse — vielleicht durch wissentlich falsche Anschuldigungen — zu befürchten, wurden von der Kommissionsmehrheit nicht als triftig anerkannt.

Gegen die Entscheidung des Disziplinarhofes soll kein Rechtsmittel zulässig sein, weil dies dem Wesen eines Standesgerichtes widerspreche. Die im Laufe der Zeit von der Revisionsinstanz gegebene Judikatur könnte vom Disziplinarhof nicht unbeachtet gelassen werden und das freie Ermessen desselben wäre also beeinträchtigt.

Ueber die Fälle, welche von der Disziplinarbehörde zu ahnden sind, hat die Kommission ein Verzeichnis aufgestellt, um ihren Standpunkt auf vielen Gebieten, auf denen Missstände hervorgetreten seien, klar erkennbar zu machen. Daraus erwachse dem Publikum, wie den Börsenkreisen ein Vorteil, indem sie informiert würden über die Tragweite, welche die Kommission ihren Beschlüssen über die Zuständigkeit des Disziplinarhofes beigelegt habe.

Der von der Kommissionsminderheit erhobene Einwand, es würden der freien Würdigung durch den Disziplinarhof zu enge Schranken gezogen, wenn die einzelnen zu ahndenden Handlungen aufgezählt würden, blieb von der Mehrheit unbeachtet.

Die von der Disziplinarbehörde zu verhängenden Strafen sind dieselben, wie bisher. Das Urteil kann eventuell öffentlich bekannt gemacht werden durch den Disziplinarhof, der andrerseits auch befugt ist, einem unschuldig Angeklagten eine Ehrenerklärung zu geben und diese zu veröffentlichen. Zu ahndende Handlungen, welche den mit der Börsenaufsicht betrauten Handelsorganen bekannt werden, sind von dem Regierungskommissär anzuzeigen, die öffentlichen Behörden sind hierzu nur berechtigt, nicht verpflichtet. Der Grund dieser Ungleichheit ist nach dem Bericht darin zu suchen, dass man sogar bei Verbrechen die Anzeigepflicht der Behörden beseitigt habe.

Gelegentlich der Vorschläge über Börsenorganisation gibt die Kommission noch eine Anregung betreffend die Börsenschiedsgerichte. Sie sollen nur Rechtsstreitigkeiten ent-

scheiden zwischen Angehörigen derselben Börse. Von diesem Grundsatz soll nur dann abgegangen werden, wenn beide Teile zur Zeit der Erhebung von Ansprüchen sich ausdrücklich der Entscheidung des Schiedsgerichtes unterworfen haben.

In allen Hauptpunkten schliesst sich der Gesetzentwurf des Bundesrates den von der Kommission gegebenen Reformvorschlägen an, mit dem einzigen Unterschied, dass er das Prinzip des staatlichen Eingreifens noch mehr zur Geltung bringt als dies in den Kommissionsbeschlüssen geschehen.

1. Die staatsrechtliche Stellung der Börsen.

Der Bundesratsentwurf hält an der vorgeschlagenen staatlichen Aufsicht fest. Jedoch ist das Gebiet, auf welches sich die staatliche Aufsicht erstrecken soll, grösser als in den Beschlüssen der Enquetekommission, da auch „die auf den Börsenverkehr bezüglichen Einrichtungen der Kündigungsbureaus, Liquidationskassen, Liquidationsvereine und ähnlicher Anstalten“ der Aufsicht der Landesregierungen unterstellt werden sollen. Der Bundesrat sah die Unmöglichkeit ein, unter den bestehenden Verhältnissen eine so weitgehende Staatsaufsicht zu üben, da es der Regierung an hierzu geeigneten Organen fehlt. Diese Lücke soll der „Staatskommissär“ ausfüllen. Seine Thätigkeit soll sich demnach nicht, wie es in den Enquetebeschlüssen vorgesehen war, auf die Mitwirkung bei Handhabung der Börsendisziplin beschränken, sondern er soll „als unparteiischer Beobachter die Aufmerksamkeit der Landesregierung auf etwa hervortretende Missbräuche hinlenken und zugleich die Mittel zu ihrer Beseitigung angeben“. Von diesem „unbefangenen und zuverlässigen Beobachter“ erwartet der Bundesrat ausserdem noch, er werde durch seine Thätigkeit dem weit verbreiteten Misstrauen gegen die Börse, soweit es auf Unkenntnis und Uebertreibung beruht, entgegenwirken. Nur bei kleinen Börsen, wo kein ausreichender Wirkungskreis für den Staatskommissär vorhanden ist, soll mit Zustimmung des Bundesrates von der Bestellung eines Staatskommissärs abgesehen werden können.

So viel über die Beaufsichtigung der Börsen durch die Landesregierungen. Von einer Beteiligung der Reichsregierung an der Börsenaufsicht hat man abgesehen. Doch soll sich der Einfluss des Reichs in der Weise äussern, dass folgende Gebiete durch bundesratliche Verordnungen geregelt werden sollen:

1. Die Feststellung des Börsenpreises. Der Bundesrat soll die amtliche Preisfeststellung für bestimmte Waren vorschreiben können und die Einheitlichkeit der Grundsätze der Preisvermittelung herbeiführen.

2. Das Emissionswesen. Der Bundesrat soll die Grundsätze für die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel aufstellen.

3. Der Terminhandel. Der Bundesrat soll den Terminhandel in bestimmten Wertpapieren oder Waren untersagen können.

Den Vorschlag der Enquetekommission, der Bundesrat solle hinsichtlich der Geschäftszweige, welche zum Gegenstand des Terminhandels gemacht werden, allgemeine Anordnungen erlassen, glaubte der Bundesrat nach den obigen Vorschlägen fallen lassen zu können.

Dass der Bundesrat Bedenken hatte, ob er die zu so weitgehendem Eingreifen in das Börsenwesen erforderliche Sachkenntnis besitze, beweist der Vorschlag, als Berater des Bundesrates einen Börsenausschuss zu schaffen, ein im Vergleich zu den Vorschlägen der Enquetekommission völlig neues Organ, dessen Aufgabe darin besteht, „die der Beschlussfassung des Bundesrates überwiesenen Angelegenheiten zu begutachten“. Die Rechtswirksamkeit der Anordnungen des Bundesrates ist jedoch nicht von der vorherigen Anhörung des Börsenausschusses abhängig, ebensowenig ist der Bundesrat nach Anhörung des Börsenausschusses irgendwie an dessen Gutachten gebunden. Der Börsenausschuss soll vom Bundesrat ernannt werden und mindestens 30 Mitglieder zählen, wovon zwei Drittel auf Vorschlag der Organe der deutschen Börsen ernannt werden.

2. Die Bedingungen der Zulassung und des Ausschlusses von Personen.

Die hierüber gegebenen Vorschläge der Enquetekommission sollen nach dem Entwurf nicht in das Reichsbörsengesetz aufgenommen werden. Damit sind alle Reformvorschläge, welche ernsthaft auf eine Nachahmung der Einrichtungen der Londoner Stock Exchange hinzielten, aufgegeben. Waren die von der Enquetekommission aufgestellten Zulassungsbedingungen schon dünne Schranken gegen das Eindringen ungeeigneter Elemente in die Börse, so hat sich der Bundesrat damit begnügt, in Anlehnung an die Bestimmungen der bestehenden Börsenordnungen gewisse Kategorien von Personen aufzuzählen, die wegen handgreiflicher Ungeeignetheit zum Börsenhändler bezw. Börsenbesucher von der Börse auszuschliessen sind.

Dass sich nun die Landesregierungen — welchen anheimgestellt ist, die Vorschläge der Enquetekommission in Anwendung zu bringen — zu einer Erschwerung der Zulassung im Sinne der Kommissionsbeschlüsse entschliessen werden, ist nicht für alle Staaten anzunehmen, weil manche Regierung fürchten muss, ihre Börsen im Wettbewerb mit den Börsen mit leichteren Zulassungsbedingungen zu schädigen, ohne dass der Stand der gesamten deutschen Börsenhändler auf ein höheres Niveau gehoben würde.

In der Zusammensetzung der Börsenkreise will also der Bundesrat noch weit weniger als die Enquetekommission eine Aenderung dadurch herbeiführen, dass man die Zulassung von der Erfüllung gewisser Bedingungen abhängig macht, welche eine wirksame Garantie für das moralische Verhalten der Börsenleute bieten sollen.

3. Die Börsendisziplin.

In den Vorschlägen bezüglich Erlass und Handhabung der Disziplinarvorschriften folgt der Entwurf des Bundesrates den Beschlüssen der Enquetekommission. Charakteristisch ist jedoch der prinzipielle Standpunkt, welchen der Bundesrat in der Begründung seines Entwurfes vertritt.

Die Wahrung der kaufmännischen Ehre im Börsenbetrieb soll dem Urteil von Standesgenossen unterstellt sein. Diese Forderung erkennt der Entwurf als berechtigt an [1]). Verwirklicht soll diese Forderung nach dem Bundesratsentwurf dadurch werden, dass der Börse durch „festumgrenzte" Vorschriften über das ehrengerichtliche Verfahren eine wirksame Handhabe geboten werde, unehrenhafte Elemente mehr als bisher auszuscheiden. Aus welchen Gründen der Bundesrat diese Wirkung von festumgrenzten Vorschriften erwartet, ist in der Begründung nicht gesagt; es ist aber die Massregel um so befremdlicher, als man sonst bei „Ehrengerichten" dem freien Ermessen der Standesgenossen einen möglichst weiten Spielraum lässt, um alle Fälle zu treffen, welche sich nicht in Gesetzesparagraphen unterbringen lassen.

Die Punkte, in welchen der „Entwurf" von den „Beschlüssen" abweicht, sind folgende:

a) Der Vorschlag der Enquetekommission, Börsenbesucher wegen unehrenhafter Handlungen bei Ausübung ihres gesamten Geschäftsbetriebes zur Verantwortung zu ziehen, erschien dem Bundesrat „gegenüber dem hier ausschliesslich zu verfolgenden Zweck, den Börsenverkehr von verwerflichem Treiben freizuhalten, als zu weitgehend". Der Entwurf schlägt statt dessen vor, nur diejenigen unehrenhaften Handlungen disziplinär zu ahnden, welche von Börsenbesuchern „in Zusammenhang mit ihrer Thätigkeit an der Börse" begangen seien.

Das Ziel, das die Enquetekommission mit ihrem Vorschlag erreichen wollte, war gerade, das verwerfliche Geschäftsgebaren gewisser Kommissionäre, das strafrechtlich nicht zu ahnden war, vor ein sachverständiges Forum zu ziehen, welches in der Ausschliessung von der Börse das wirksamste Mittel gegen derartige Ausschreitungen besass. Handlungen, welche diese Strafe verdienen, brauchen nicht immer in Zusammenhang mit der Thätigkeit des Kommissionärs an der Börse zu stehen. Trotzdem hat der Bundesrat diese Bestimmung enger gefasst und damit wiederum einen der wenigen Vorschläge, die eine

---

[1]) Statt des Ausdrucks der Kommission „Börsendisziplinarhof" wählt der Bundesratsentwurf die Bezeichnung „Ehrengericht".

Hebung des Corpsgeistes an der Börse erreichen konnten, gestrichen.

b) Die von der Enquetekommission vorgeschlagene Ehrenerklärung für den unschuldig Angeklagten ist im Entwurf beseitigt, damit nicht den ohne eine solche Ehrenerklärung Freigesprochenen ein Makel treffe. Ausserdem gebe die Bestimmung, dass die Entscheidung des Ehrengerichts mit Gründen versehen sein muss, dem zu unrecht Beschuldigten das Mittel, sich durch Veröffentlichung des Urteils in der öffentlichen Meinung zu rehabilitieren.

c) Entgegen den Vorschlägen der Enquetekommission und den von ihr angeführten Argumenten befürwortet der Entwurf die Schaffung einer Berufungsinstanz, welche „die thunlichst gleichmässige Vertretung der Anschauungen der verschiedenen Börsen in dem letztinstanzlichen Organ“ sichern soll.

4. Börsenschiedsgerichte.

Dem Missstand, dass das für den berufsmässigen Börsenhändler geschaffene Börsenschiedsgericht den ausserhalb der Börse stehenden Kreisen aufgedrängt wird, sucht auch der Bundesratsentwurf zu begegnen. Jedoch weicht er von dem Kommissionsvorschlag insofern ab, als sich das Schiedsgericht nicht nur auf die Streitfälle zwischen Angehörigen derselben Börse, sondern auf solche zwischen Kaufleuten, bezw. in das Börsenregister eingetragenen Personen, beschränken soll. Ausserdem soll das Schiedsgericht immer kompetent sein, wenn sich die streitenden Parteien erst nach Entstehung des Streitfalles seinem Urteil unterwerfen.

Drittes Kapitel.

Die thatsächliche bisherige Verfassung der Waren- und Effektenbörsen nach den Feststellungen der Börsenenquetekommission.

Von F. J. Pfleger.

I. Im Deutschen Reiche [1]).

A. Im vorigen Kapitel wurden die Reformvorschläge der Enquetekommission und des Bundesrates dargestellt. Nunmehr soll geschildert werden, wie es denn thatsächlich bisher an der Börse hergegangen ist. Anknüpfend an das letzte im vorigen Kapitel berührte Hauptthema sollen nunmehr zunächst die derzeit über die Börsenverfassung im Deutschen Reiche geltenden Rechtsnormen in gedrängter Darstellung aufgeführt werden.

Für Preussen ist massgebend § 3 des Einführungsgesetzes zum Handelsgesetzbuch vom 24. Juni 1861. Danach kann die Errichtung von Börsen, sowie Erlass und Abänderung oder Ergänzung von Börsenordnungen nur mit Genehmigung des Handelsministeriums erfolgen. Die spezielle Börsenaufsicht ist in Breslau, Essen, Frankfurt a. M., Halle, Köln und Posen den Handelskammern, in Berlin, Danzig, Elbing, Königsberg, Magdeburg, Memel und Stettin den Aeltesten, bezw. dem Vorsteheramt der Kaufmannschaft übertragen; die Börse zu Düsseldorf unterliegt der Aufsicht der kgl. Regierung daselbst; in Gleiwitz

[1]) Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen: Die hauptsächlichsten Börsen S. 7 fg.; Artikel „Börse“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften; Goldschmidts Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht; Berliner Börsenhandbuch; Hamburger Börsenhandbuch; die verschiedenen Börsenordnungen.

endlich steht die Börse nur unter der Leitung einer aus und von den Mitgliedern gewählten Börsenkommission. Diese speziellen Aufsichtsorgane unterliegen ihrerseits wieder der allgemeinen Aufsicht des Handelsministeriums; sie haben „den Anordnungen des Handelsministers Folge zu geben“. Für jede Börse besteht eine eigene Börsenordnung. Da die einzelnen Börsenordnungen in den wesentlichen Punkten nicht voneinander abweichen dürften, so wird für die nachfolgende Darstellung die Börsenordnung für Berlin — vom 20. März 1885 — zu Grunde gelegt.

1. Das Recht zum Börsenbesuch

ist nach den Bestimmungen der Berliner Börsenordnung ein publizistisches Recht, dessen Ausübung zwar an gewisse Voraussetzungen geknüpft ist, beim Vorhandensein dieser Voraussetzungen aber im Verwaltungsrechtswege erzwungen werden kann.

Im einzelnen gilt folgendes. Der Zutritt zu den Börsenversammlungen steht nur denjenigen Personen frei, welche von den Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin eine Börseneintrittskarte erhalten haben. Diese Eintrittskarte darf nicht erteilt werden an 1. Minderjährige, 2. Personen weiblichen Geschlechts, 3. solche Personen, welche sich nicht im Vollgenuss der bürgerlichen Ehrenrechte befinden, 4. solche, welche wegen Verschwendung oder Geisteskrankheit entmündigt sind, 5. solche, über deren Vermögen der Konkurs schwebt, 6. solche, welche wegen betrüglichen Bankerotts rechtskräftig verurteilt worden sind. — Solange nicht die vorstehend unter Ziff. 3—6 aufgeführten Fälle vorliegen, darf die Börseneintrittskarte grossjährigen Personen männlichen Geschlechts nicht versagt werden, wenn sie entweder a) Mitglieder der Korporation der Kaufmannschaft von Berlin sind, oder b) als Inhaber, Teilnehmer oder Prokuristen einer Handelsfirma, oder als Vorsteher einer Aktiengesellschaft oder Genossenschaft in das Handels- oder Genossenschaftsregister Berlins oder seiner Vororte eingetragen stehen, oder c) als Handlungsgehilfen bei einer der unter a) und b) bezeichneten Personen oder Firmen in Diensten stehen und ihre Zulassung zum Börsenbesuche durch den Prinzipal beantragt wird, oder d) vermöge ihrer Amts- oder Dienstpflicht

die Börse zu besuchen haben. Jeder Beschluss, durch welchen die Erteilung einer Börseneintrittskarte aus einem der oben unter Ziff. 1., 3.—6. aufgeführten Gründe oder, weil die vorstehend unter a) bis d) bezeichneten Voraussetzungen nicht zutreffen, versagt wird, ist unter Angabe des Grundes schriftlich auszufertigen und dem Beteiligten zu behändigen. Diesem steht gegen einen solchen Beschluss die Klage bei dem Bezirksausschuss offen.

Nach dem Ermessen der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin und ohne dass gegen den bezüglichen Beschluss derselben der Rekurs an eine Behörde zulässig ist, darf die Eintrittskarte erteilt und wieder entzogen werden α) solchen selbständigen Kaufleuten oder Prokuristen, welche nicht in Berlin oder seinen Vororten wohnen (Fremden); β) solchen Personen, welche ein dem börsenmässigen Produkten- oder Warenhandel dienendes Hilfsgewerbe betreiben, und γ) Berichterstattern der Presse.

Diejenigen, welche nicht Mitglieder der Korporation der Kaufmannschaft von Berlin sind, können die Eintrittskarte nur erhalten, wenn sie eine schriftliche Empfehlung seitens dreier Korporationsmitglieder vorlegen; für vorübergehende Einführung genügt die Empfehlung durch ein Mitglied.

2. Der Verlust des Zutrittsrechtes zu den Börsenversammlungen

tritt von selbst ein gegen solche Personen, welche in eines der oben unter Ziff. 3.—6. bezeichneten Verhältnisse geraten. Mittelst schriftlich auszufertigenden Beschlusses der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin sind auszuschliessen:

1. diejenigen, welche erweislich nicht des Börsenhandels, sondern andrer, demselben fremder Zwecke wegen sich einfinden;

2. diejenigen, gegen welche der Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte durch ein noch nicht rechtskräftiges Erkenntnis ausgesprochen ist;

3. diejenigen, gegen welche bei dem zuständigen Gerichte wegen Verschwendung oder Geistesschwäche der Antrag auf Entmündigung gestellt ist;

4. diejenigen, welche wegen einfachen Bankerotts rechtskräftig verurteilt worden sind, oder welche sich im Zustande der Zahlungsunfähigkeit befinden. Dieser Zustand gilt bei einem Börsenbesucher dann schon als eingetreten, wenn er seinen Gläubigern Akkordvorschläge macht, oder wenn er eine liquide und fällige Schuldverbindlichkeit unberichtigt gelassen hat.

5. Diejenigen, welche in den Börsensälen oder den zugehörigen Nebenräumen von dem Zeitpunkte der Oeffnung bis zu dem der Schliessung der Eingangsthüren sich einer der nachstehend bezeichneten Handlungen schuldig machen:

a) der Beleidigung oder Verleumdung eines andern Börsenbesuchers oder eines Beamten der Korporation der Kaufmannschaft von Berlin;

b) der Erregung von Lärm, der Verletzung des Anstandes oder der Zuwiderhandlung gegen eine Anordnung des Börsenkommissars;

c) der Verbreitung falscher Gerüchte, es sei denn, dass derselben ein unverschuldeter Irrtum über die Wahrheit des Gerüchts zu Grunde liegt.

6. Diejenigen, welche einer nach 3 Uhr erlassenen Aufforderung des Börsendieners zum Verlassen der Börse nicht Folge geleistet haben.

In den Fällen zu Nr. 1—3 dauert die Ausschliessung so lange, bis der Ausschliessungsgrund beseitigt ist. In den Fällen zu Nr. 4 ist die Ausschliessungsfrist auf mindestens 3 Monate bis höchstens 3 Jahre zu bemessen; auch nach Ablauf der festgesetzten Frist darf dem Ausgeschlossenen eine neue Börseneintrittskarte nur dann erteilt werden, wenn das Aeltestenkollegium den Nachweis einer mit sämtlichen Gläubigern durch Zahlung, Erlass oder Stundung erfolgten Regulierung für geführt erachtet.

In den Fällen zu Nr. 5 und 6 ist die Ausschliessungsfrist auf mindestens 3 Tage bis höchstens 1 Jahr zu bestimmen; gegen Rückfällige und unter sonst erschwerenden Umständen kann die Ausschliessung als eine lebenslängliche verhängt werden.

In den Fällen zu Nr. 5 wird der Tenor des Beschlusses durch mindestens 14tägigen Aushang an der Börse bekannt gemacht.

Vor Abfassung des Ausschliessungsbeschlusses wird der

Beschuldigte von einer aus zwei Mitgliedern des Aeltestenkollegiums und dem Syndikus, oder aus drei Mitgliedern des Aeltestenkollegiums bestehenden Kommission mit seiner Verteidigung gehört. Erscheint er auf schriftliche Vorladung nicht, so wird gegen ihn in contumaciam verfahren. Gegenüber demjenigen, dessen Aufenthalt nicht bekannt ist, gilt die Vorladung und die Mitteilung des Beschlusses für rechtsverbindlich bewirkt, wenn diese Urkunden während 10 Tagen an der Börse ausgehangen haben.

Gegen die Entscheidung der Aeltesten steht dem Beschuldigten die Klage bei dem Bezirksausschuss zu; jedoch wird durch die Berufung in den Fällen Nr. 1—4 die Vollstreckung des Beschlusses nicht aufgehalten.

3. Gebühren für die Börseneintrittskarte[1]).

Die Börseneintrittskarte wird kostenfrei erteilt an die Beamten der Kaufmannschaft, sowie an alle diejenigen Personen, welche nach den bestehenden Vorschriften vermöge ihres Amtes den Börsenversammlungen beizuwohnen berechtigt oder verpflichtet sind, mit Ausnahme der Handelsmakler. Die Mitglieder der Korporation der Kaufmannschaft von Berlin erhalten die Eintrittskarte gegen Entrichtung ihrer statutengemässen Beiträge. Die übrigen Börsenbesucher, mit Ausnahme der Handlungsgehilfen, werden alljährlich durch die Finanzkommission der Korporation nach dem Umfange ihres Börsengeschäfts klassenweise zu den Beiträgen eingeschätzt. Für die Eintrittskarten von Handlungsgehilfen hat diejenige Firma, welche deren Zulassung beantragte, den Preis in der Art zu entrichten, dass für den ersten der zugelassenen Handlungsgehilfen jährlich 36 Mk., für einen zweiten 72 Mk., für einen dritten 144 Mk. u. s. f. um 72 Mk. steigend in Ansatz kommen.

Die Eintrittsgelder werden stets auf ein halbes Jahr voraus erhoben und sind für diesen Zeitraum auch dann voll zu zahlen, wenn die Eintrittskarte erst im Laufe des Semesters gelöst wird.

---

[1]) Rev. Börsenordnung § 7. 8.

Für Personen, welche nicht in Berlin oder dessen Vororten wohnen, kann durch Beschluss der Aeltesten der Kaufmannschaft ein Eintrittsgeld für jeden einzelnen Besuch der Börsenversammlungen festgestellt werden; auch ist solchen Personen die monatsweise Lösung der Eintrittskarte gestattet.

Reklamationen über die Höhe der Einschätzung werden vom Aeltestenkollegium entschieden, gegen dessen Entscheidung binnen 2 Wochen Klage bei dem Bezirksausschusse Platz greift.

4. Die Verwaltungsorgane der Berliner Börse.

a) Das Börsenkommissariat[1]. Die Mitglieder des Börsenkommissariats werden alljährlich anfangs Januar durch das Aeltestenkollegium gewählt. Die Zahl der Börsenkommissare wird nach Bedürfnis bestimmt. Ein Drittel derselben muss aus Mitgliedern des Aeltestenkollegiums bestehen, die andern zwei Drittel können aus den stimmfähigen Mitgliedern der Korporation entnommen werden. Wiederwahl ist zulässig. Das Börsenkommissariat wählt für seine Plenarberatungen aus der Zahl der ihm angehörigen Aeltesten einen Vorsitzenden und einen Stellvertreter desselben.

Das Plenum des Börsenkommissariats teilt sich gegenwärtig nach den Abteilungen der Fonds- und Produktenbörse in zwei Sektionen, deren Konstituierung je unter einem Vorsitzenden und Stellvertreter in gleicher Weise wie die des Plenums erfolgt. Jede dieser Sektionen hat diejenigen Angelegenheiten ihrer Börsenabteilung, welche ihr durch die Börsenordnung oder durch spezielle Anordnungen des Aeltestenkollegiums überwiesen sind, ohne Mitwirkung der andern Sektionen zu bearbeiten, insbesondere aus ihrer Mitte diejenigen Personen und Stellvertreter für dieselben zu wählen, welchen für die betreffende Sektion die amtliche Feststellung der Preise und Kurse obliegt.

Die Namen der auf diese Weise für jede Sektion für die einzelnen Monatstage bestimmten Börsenkommissare und der

---

[1] Rev. Börsenordnung § 11. 12. 13. Die hauptsächlichsten Börsen etc. S. 7. 8.

Stellvertreter derselben sind seitens der Aeltesten der Kaufmannschaft vor Anfang des betreffenden Monats durch einen bis zum Schluss dieses Monats an Ort und Stelle verbleibenden Aushang im Börsenlokale bekannt zu machen. Im Falle der gleichzeitigen Behinderung eines Börsenkommissars und seines Stellvertreters hat der amtierende Vorsitzende der Sektion aus deren Mitte einen Substituten zu ernennen, dessen Name bis zum Schlusse des gerade laufenden Monats gleichfalls durch Aushang im Börsenlokale zur Kenntnis zu bringen ist.

Die Versammlungen des Plenums und die der Sektionen des Börsenkommissariats sind beschlussfähig, wenn mehr als die Hälfte der Mitglieder des Plenums, bezw. der Sektionen, und unter ihnen der Vorsitzende oder sein Stellvertreter anwesend sind [1].

Den Börsenkommissären liegt die Erhaltung und Handhabung der äusseren Ordnung, der Ruhe und des Anstandes in den Versammlungsräumen der Börse und in den zugehörigen Nebenräumen ob. Zu dem Ende ist jeder von ihnen befugt, diejenigen, welche sich einer Verletzung der Ordnung, der Ruhe, des Anstandes oder einer Zuwiderhandlung gegen die Anordnung eines Börsenkommissars schuldig machen, sofort und ohne Erörterung der Ursache von der Börse zu entfernen oder entfernen zu lassen. Ist das geschehen, so hat der Börsenkommissar von dem Vorgange schriftlich dem Präsidium des Aeltestenkollegiums Anzeige zu machen. Das Präsidium ist berechtigt, dem betreffenden Börsenbesucher nach summarischer Anhörung desselben bis zur Beendigung des Ausschliessungsverfahrens und bis zur Abfassung des Beschlusses in demselben den Zutritt zu den Börsenversammlungen provisorisch zu versagen.

Die Sektionen des Börsenkommissariats haben darüber zu bestimmen, in welchen neu in den Börsenhandel einzuführenden Gattungen der ihrer Abteilung zugewiesenen Handelsartikel den vereideten Maklern überhaupt gestattet ist, Geschäfte zu vermitteln.

---

[1] Rev. Geschäftsordnung für das Börsenkommissariat der Kaufmannschaft von Berlin vom 31. Dezember 1886, § 11.

b) Die Skrutinialkommission des Aeltestenkollegiums. Sie fungiert als Disziplinarhof für die Börsenbesucher und entscheidet über die Ausschliessung derselben von den Börsenversammlungen in erster Instanz.

c) Besondere Organe für die Effektenbörse sind die „Sachverständigenkommission der Fondsbörse" und die „schiedsrichterliche Kommission der Aeltesten der Kaufmannschaft". Erstere wird gebildet aus sechs Börsenkommissarien der Fondsbörse, welche von den Aeltesten der Kaufmannschaft ernannt werden, und von denen mindestens die Hälfte aus der Mitte der Aeltesten zu wählen ist; und aus 14 Korporationsmitgliedern, welche von den an dem Verkehre der Fondsbörse direkt teilnehmenden Mitgliedern der Korporation auf drei Jahre gewählt werden; die Wahl erfolgt durch Stimmzettel; relative Stimmenmehrheit entscheidet. Diese Kommission entscheidet in Abteilungen von drei Mitgliedern — daher auch der Name Dreimännergericht —, welche von dem Plenum alljährlich auf je einen Monat nach einem regelmässigen Turnus bestimmt werden. Die Zuständigkeit dieser Sachverständigenkommission erstreckt sich auf die Rechtsstreitigkeiten aus Fondsgeschäften, welche ihr in den von den Aeltesten der Kaufmannschaft publizierten „Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fondsbörse" zugewiesen sind. Ueber ihre Zuständigkeit beschliesst die Kommissionsabteilung selbst.

Die schiedsrichterliche Kommission der Aeltesten der Kaufmannschaft ist nach Wahl des Klägers neben dem ordentlichen Gericht für alle übrigen Streitigkeiten zuständig, sofern nicht etwa ein besonderes Schiedsgericht von drei Schiedsrichtern oder das Dreimännergericht angerufen wird; sie ist besetzt mit fünf Aeltesten und einem juristischen Beirat mit konsultativer Stimme.

Das Verfahren vor den Schiedsgerichten der Fondsbörse ist völlig gebührenfrei [1]).

d) Spezielle Organe für die Produktenbörse sind, abgesehen von der betreffenden Sektion des Börsenkommissariats,

---

[1]) Die hauptsächlichsten Börsen etc. S. 10. Rev. Börsenordnung § 5. 6.

α) die „ständige Deputation der Produktenbörse“. Dieselbe besteht aus vier Mitgliedern des Aeltestenkollegiums, und aus elf Korporationsmitgliedern, welche von den am Verkehre der Produktenbörse direkt teilnehmenden Mitgliedern der Korporation auf drei Jahre durch Stimmzettel mittelst relativer Stimmenmehrheit gewählt werden. Hauptzweck der Deputation ist die Entscheidung von Rechtsstreitigkeiten aus Geschäften an der Produktenbörse, soweit für solche nicht durch Vertrag ein andres Forum vorgesehen ist. Alle Börsenbesucher sind gehalten, vor der Deputation nach Massgabe der Geschäftsordnung Recht zu nehmen. Desgleichen ist die Deputation zuständig in Streitigkeiten jeder Art, sofern sie von den Beteiligten freiwillig angerufen wird. Da in sämtlichen Schlussscheinen der Produktenbörse die Unterwerfung unter das Schiedsgericht ein- für allemal von vornherein vorgesehen ist, so entscheidet diese Deputation auch fast alle Streitigkeiten zwischen Börsenbesuchern und Privaten [1]).

Die Verhandlung erfolgt vor einer Abteilung der Deputation von drei Mitgliedern, unter denen ein Börsenkommissar sein muss, welcher den Vorsitz führt; die Mitglieder der Abteilung werden vom Plenum der Deputation auf einen Monat gewählt. Für das Verfahren werden Kosten nach gewissen Sätzen berechnet [2]).

Die Deputation hat ferner die Vereinbarung von Börsengeschäfts- und Börsenverkehrsbedingungen oder deren Beseitigung dem Aeltestenkollegium vorzuschlagen [3]).

β) Das „Gremium der vereideten Sachverständigen“, welches in der Besetzung von drei bezw. (auf besonderen Wunsch der Partei, welche die Lieferbarkeit feststellen lässt) von fünf Mit-

---

[1]) Geschäftsordnung für die ständige Deputation der Produktenbörse vom 10. Mai 1886, § 1. 3. Die hauptsächlichsten Börsen S. 16. 17.

[2]) Es werden berechnet:

a) Stempel und bare Auslagen.

b) Ein Viertel der nach dem Streitobjekt festzustellenden ordentlichen Gerichtskosten (für den Syndikus des Schiedsgerichts).

c) Ein Pauschquantum für Bureaukosten, welches bei einem Objekte bis zu 300 Mk. 10 Mk., von 301—3000 Mk. 20 Mk., von 3001—6000 Mk. 30 Mk., über 6000 Mk. 40 Mk. beträgt.

[3]) Geschäftsordnung für die ständige Deputation § 14.

gliedern die Ware in Bezug auf ihre Lieferbarkeit nach Massgabe des Kündigungsreglements untersucht [1]).

5. Das Maklerwesen.

In Preussen ist das Institut der vereideten Makler beibehalten werden. Die vereideten Handelsmakler an der Berliner Börse werden vom Aeltestenkollegium gewählt und in der nach Ermessen desselben für die Bedürfnisse des Handelsverkehrs erforderlichen Zahl ernannt; die Ernennung unterliegt der Bestätigung der staatlichen Aufsichtsbehörde, d. h. des Oberpräsidenten von Brandenburg.

Näheres über Maklerwesen wird in einem späteren Abschnitte dargelegt werden.

Aehnlich wie in Preussen ist der Rechtszustand in Württemberg. Auf Grund des Art. 12 des Einführungsgestezes zum Handelsgesetzbuch vom 13. August 1865 sind zur Feststellung von Börsenpreisen im Sinne des Handelsgesetzbuchs nur diejenigen Vereine als geeignet anzusehen, welchen durch landesherrliche Entschliessung auf Grund einer genehmigten Börsenordnung die Eigenschaft öffentlicher Börsenvereine beigelegt ist. Eine solche Börse besteht nur in Stuttgart (Börsenordnung vom 24. Mai 1877). Die Aufsicht über die Stuttgarter Börse übt die Handels- und Gewerbekammer durch fünf Kommissäre aus, welche von ihr aus den Mitgliedern des Börsenausschusses ernannt werden; dieser Börsenausschuss besteht seinerseits aus 15 Mitgliedern, welche von einer Versammlung der Börsenbesucher auf drei Jahre gewählt werden; jährlich scheidet ein Drittel derselben aus. Die Handelsmakler werden vom Gemeinderat auf Vorschlag der Handels- und Gewerbekammer angestellt und beeidigt [2]).

Im Gegensatz zu Preussen und Württemberg wird in Bayern und Baden keinerlei staatliche Aufsicht über die Börsen geführt, auch nicht mittelbar durch die Handelskammern.

---

[1]) Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, Bd. 42, Jahrgang 1894, S. 457. Die hauptsächlichsten Börsen S. 17.

[2]) Die hauptsächlichsten Börsen etc. S. 40. 41.

Die Börsen zu München, Augsburg und Mannheim sind vielmehr freie, völlig autonome Handelsvereine. Nur werden in Bayern die Handelsmakler vom König ernannt auf Vorschlag der ortsansässigen Kaufleute [1]).

Ein eigentümlicher Zwitterzustand besteht im Königreich Sachsen. Die Fondsbörse in Zwickau und die Produktenbörse in Chemnitz sind rein private, autonome kaufmännische Vereinigungen; in Dresden bestehen unabhängig voneinander zwei Börsen, die „Dresdener Börse" und die „Produktenbörse zu Dresden", beide als juristische Personen in das Genossenschaftsregister eingetragen und frei von jeder behördlichen Aufsicht. Die Leipziger Börse dagegen untersteht der Handelskammer, welche die Börsenordnung zu genehmigen hat [2]).

In Hamburg werden Börsenordnungen von der Handelskammer mit Genehmigung des Senats erlassen; die Handelskammer übt auch die Aufsicht über die Börse aus. Das Börsengebäude ist Eigentum des hamburgischen Staates, welcher jedoch von jeder direkten Einwirkung auf die Börse und ihren Verkehr Abstand nimmt. Der Zutritt zum Börsenraum steht dem „gesamten anständigen männlichen Publikum" frei; es werden keinerlei Gebühren erhoben. Zur Regelung des Börsenbesuchs ist jedoch eine Börsensperre eingeführt, die ungefähr dreiviertel Stunden dauert; Beginn und Ende dieser Frist wird durch die Handelskammer festgesetzt. Während dieser Zeit ist der Zutritt zu den innerhalb der Sperre gelegenen Räumen nur gegen Entrichtung von 30 Pf. Sperrgeld gestattet. Durch Beschluss der Handelskammer kann wegen ungebührlichen Benehmens, Widersetzlichkeit gegen die Anordnungen der Handelskammer, leichtfertiger oder böswilliger Verbreitung falscher Gerüchte u. s. w. Ausschluss auf drei Tage bis sechs Monate verfügt werden. Vom Besuche der Börse während der Geschäftszeit sind ausgeschlossen:

1. Personen, welche sich nicht im Vollbesitze der bürgerlichen Ehrenrechte befinden;

2. Personen, über deren Vermögen der Konkurs eröffnet

---

[1]) Ebenda S. 33—35. 42.

[2]) Ebenda S. 36—39.

worden ist, bis zur Aufhebung oder Einstellung des Verfahrens;

3. Personen, welche ihre Zahlungen eingestellt haben, bis zur Wiederaufnahme derselben.

In den beiden letztgenannten Fällen kann die Handelskammer auf Antrag der Betreffenden je nach der Sachlage Ausnahmen zulassen [1]).

Wie in Hamburg ist auch in Bremen der Zutritt zur Börse für jedermann frei, für die Angehörigen des Kaufmannskonvents jedoch nur, wenn sie die Börsensteuer entrichtet haben, welche sich der Kaufmannskonvent zur Verzinsung und Amortisation der Kosten des neuen Börsengebäudes auferlegt hat. Gesetzliche Bestimmungen über die Börse existieren nicht.

In Hamburg und Bremen ist das Institut der vereideten Makler aufgehoben worden.

Was endlich Lübeck anlangt, so ist auch hier der Zutritt zur Börse frei und unentgeltlich; diejenigen Börsenbesucher aber, welche die Aufnahme in die „Kaufmannschaft erwirken konnten und dies unterlassen", haben einen Jahresbeitrag von 20 Mk. zu entrichten. Die Aufsicht über die Börse wird von der Handelskammer durch einen Börsenausschuss ausgeübt. Das Maklergewerbe ist völlig frei.

B. Nunmehr gilt es, die Frage zu beantworten: Wie gestalten sich die dargelegten Rechtsnormen in der Praxis?

Was zunächst das Verhältnis der Staatsgewalt zur Börse anlangt, so muss betont werden, dass in Wirklichkeit die Zustände an den einzelnen Plätzen weit verschiedener sind, als es nach den erwähnten Gesetzesbestimmungen auf den ersten Blick den Anschein hat. Nicht als ob den prinzipiellen Abweichungen der Gesetzgebungen von Preussen und Württemberg auf der einen, von Bayern und Baden auf der andern

[1]) Die hauptsächlichsten Börsen etc. S. 41 fg. Hamburgische Börsenordnung vom 1. Januar 1892 § 1—4, Bekanntmachung der Handelskammer vom 11. Juli 1885.

Seite eine besondere praktische Bedeutsamkeit beizumessen wäre; dazu sind die Börsen Bayerns und Badens wie auch Württembergs relativ zu unerheblich. Aber es leuchtet ein, dass die Börsenaufsicht, welche nach dem Dargelegten sowohl in Preussen als in den Hansastädten zunächst von den Handelskammern ausgeübt wird, sich hier und dort sehr verschieden gestalten wird; die preussische Staatsverwaltung ist eben von einem ganz andern Geiste beseelt, als z. B. die hamburgische. In der That zeigt namentlich die Geschichte der Berliner Schlussscheinbedingungen für Getreide, dass die preussische Regierung der Börse gegenüber vor weitgreifender Einmischung nicht zurückschreckt [1]).

Wie steht es des weiteren mit dem Besuche der Börsen?

Ueber die Frequenz der deutschen Börse erhalten wir Aufschluss aus den von der Börsenenquetekommission mitgeteilten Statistiken. Danach betrug beispielsweise im Jahre 1892 die Zahl der Börsenbesucher in Berlin ca. 3362, Frankfurt a. M. 618, Köln 301, Magdeburg 104, München 124, Dresden 55, Leipzig 585, Hamburg ca. 5000—6000. Diese Ziffern lassen einen annähernden Schluss auf die Bedeutung der einzelnen Börsen zu [2]).

In den Materialien der Börsenenquetekommission findet sich ferner eine Statistik der disziplinarischen Massregeln, welche an den einzelnen Börsenplätzen gegen die Börsenbesucher ergriffen wurden. Aus den darin angegebenen Ziffern dürften sich aber kaum bemerkenswerte Folgerungen, geschweige denn ein Vergleich der einzelnen Plätze ableiten lassen. Denn wir

---

[1]) Vgl. Poschinger, Fürst Bismarck als Volkswirt, Bd. III, S. 196 fg.; vgl. auch Pfleger u. Gschwindt, Börsenreform II, S. 13 ff. Wie wenig sich übrigens das geschäftliche Leben um polizeiliche Beschränkungen kümmert, zeigt die Einrichtung der Berliner Frühbörse. Während nach den in Preussen geltenden gesetzlichen Bestimmungen an jedem Platze nur eine Börse stattfinden darf, wird in Berlin ausser der allgemeinen Börse in den Morgenstunden noch die sog. Frühbörse abgehalten. Dieselbe hat sich aus dem Bedürfnisse entwickelt, die Eisenbahnzufuhren, welche nachmittags und nachts ankommen, möglichst rasch zum Verkaufe zu bringen. Obwohl der Verkehr an der Frühbörse sich ganz öffentlich abspielt und ziemlich bedeutend ist, hat noch niemand denselben für ungesetzlich gehalten. — Vgl. Sachv.-Vern. S. 3466 fg.

[2]) Statistische Anlagen S. 385 fg.

können aus denselben nicht ersehen, wie gross z. B. die Zahl der thatsächlich vorgekommenen Beleidigungen, Ordnungsstörungen u. s. w. gewesen ist, sondern erfahren nur die Zahl der zur Anzeige gekommenen. Eine Thatsache verdient jedoch Beachtung: Die Zahl der Anträge auf Ausschliessung wegen Zahlungsunfähigkeit, die wieder zurückgenommen wurden, ist für die Berliner Börse auffallend gross; sie betrug in den Jahren 1889—1892 zwischen 65 und 91 % der gestellten Anträge; andrerseits ist die Zahl der wegen Zahlungsunfähigkeit ausschliesslich verhängten Ausschliessungen sehr gering: in denselben Jahren zwischen 2 und 16 % der gestellten Anträge. In Dresden wurden seit 1872 wegen Nichterfüllung liquider Zahlungsverbindlichkeiten vier Personen dauernd vom Börsenbesuch ausgeschlossen. An allen übrigen deutschen Börsen ist seit den letzten 20—30 Jahren, für welche genaue Ziffern vorliegen, keine einzige Ausschliessung wegen Konkurses oder Nichterfüllung liquider Geschäftsverbindlichkeiten erfolgt. Die meisten der verhängten Ausschliessungen entfallen auf ordnungswidriges Betragen, Beleidigungen und Thätlichkeiten [1]).

Grösseres Gewicht als auf diese Ziffern dürfte auf die Aussagen der Sachverständigen zu legen sein.

Was zunächst Berlin betrifft, so wird die Mangelhaftigkeit und Reformbedürftigkeit der über Zulassung zur Börse und Börsendisziplin bestehenden Vorschriften von den Berliner Sachverständigen lebhaft betont.

Wie oben erwähnt, muss jedes Mitglied der Korporation der Kaufmannschaft von Berlin die Börseneintrittskarte erhalten; Mitglied der Korporation kann aber der Kaufmann nur werden, wenn sein Gesuch an das Aeltestenkollegium von drei Korporationsmitgliedern empfohlen wird. Doch diese Empfehlungen werden sehr leichtherzig erteilt: der Bewerber füllt ein Formular aus und lässt es von drei Korporationsmitgliedern unterzeichnen; der ganze Bewerbungs- und Aufnahmeakt ist zu einer blossen Formalität herabgesunken [2]). Ferner gewährt die Bestimmung, dass Prokuristen und Kommis von

---

[1]) Ebenda bes. S. 386. 387 fg.

[2]) Vgl. Sachv.-Vern. S. 720. 2017. 2403. 2773.

eingetragenen Handelsfirmen die Börsenkarte erhalten müssen, selbst zweifelhaften und anrüchigen Elementen ein Recht zum Börsenbesuch. Allerdings bestimmt die Börsenordnung, dass Personen, welche sich nicht des Börsenhandels wegen einfinden, ausgeschlossen werden können; allein faktisch kümmert sich kaum jemand um diese Bestimmung, wenn nicht gerade besonders auffallende Fälle vorkommen. Namentlich treiben sich viele Leute herum, die als Kommis angemeldet sind, aber in dieser Eigenschaft auf der Börse gar nichts zu thun haben [1]). Neben diesen finden sich auch offenkundige Schwindler und Betrüger, denen das derzeit geltende Recht einen Anspruch auf den Börsenbesuch gibt, Leute, die, wie ein Sachverständiger bemerkt, „das Zuchthaus mit dem Aermel streifen, aber schlau genug sind, die äusserste Grenze nicht zu überschreiten“ [2]). Man denke nur an den Prozess Löwy: Hugo Löwy, der schon in Wien und Paris Betrügereien und Depotunterschlagungen verübt und wegen dieser Reate bereits Freiheitsstrafen verbüsst hatte, wurde an der Berliner Börse zugelassen, obgleich einigen Börsenbesuchern sein Vorleben bekannt war. Er konnte hier aufs neue seine verbrecherische Thätigkeit beginnen, die weite Kreise auf das empfindlichste geschädigt hat [3]). Noch andre ähnliche Fälle werden von den Sachverständigen mitgeteilt. „Leute, die nicht mit Zuchthaus bestraft sind,“ sagt ein Berliner Sachverständiger, „können wir überhaupt nicht ausschliessen; wir müssen jeden hereinlassen“ [4]).

Man würde jedoch fehl gehen, wenn man diese Zustände lediglich auf Rechnung der Mangelhaftigkeit der gesetzlichen Bestimmungen setzen wollte; die beteiligten Börsenkreise und Börsenorgane sind keineswegs von aller Schuld freizusprechen. Darauf weisen schon die oben mitgeteilten Ziffern über die Behandlung der Bankerotteure hin, ferner aber die Aussagen mehrerer Sachverständiger. Erwähnenswert ist in dieser Beziehung das Zugeständnis des Stadtrats Kochhann-Berlin: „Wir

---

[1]) Ebenda S. 2606 (Sachv. Sobernheim-Berlin).

[2]) Sachv.-Vern. S. 1824 (Sachv. Cohnstaedt). Vgl. ebenda S. 1276. 229 fg.

[3]) Ebenda S. 1484.

[4]) Ebenda S. 2606 (Sachv. Sobernheim).

haben früher niemals einen Unterschied gemacht, und erst seit kurzem haben wir angefangen, ehe wir die Börsenkarte erteilten, die Persönlichkeit uns anzusehen. Das wird ungefähr acht, neun Monate her sein“ [1]). Es ist sehr bedauerlich, dass es der Ereignisse des Jahres 1891 bedurfte, um die Berliner Börsenwelt zu einer notdürftigen Säuberung der Börse zu veranlassen.

Wie die Dinge in Breslau liegen, lässt sich aus den Aeusserungen der Experten nicht mit Sicherheit entnehmen. Während die Sachverständigen Anwandt und Kopisch behaupten, dass sich dort keine Uebelstände gezeigt hätten, bezweifelt Molinari, dass „bei der Zulassung eine sehr scharfe Siebung stattfinde“ [2]).

Dagegen scheint in Danzig und Königsberg besonders gegen Personen, welche sich in Zahlungsschwierigkeiten befinden, etwas schärfer vorgegangen zu werden als in Berlin. Ebenso wird in Stuttgart und Strassburg wenigstens gegen die ständigen Börsenbesucher eine scharfe Disziplin geübt [3]).

Lebhaft wurde die Freiheit des Zutritts zur Hamburger Börse von den dortigen Sachverständigen verteidigt. „Wir in Hamburg,“ sagt der Sachverständige Horwitz [4]), „haben eigentlich gar keine Organisation. Die Börse ist weiter nichts wie ein offener Markt; jeder ist zugelassen, der hinkommen will, und jeder kann sein Geschäft machen, so wie er will. Die hamburgische Börse zeichnet sich durch ihre Universalität aus. Nicht nur die Kaufleute besuchen die Börse, sondern was irgendwie mit dem Grosshandel in Verbindung steht; z. B. die Ewerführer — das sind Leute, welche Waren auf der Wasserstrasse innerhalb der Stadt und nach dem Hafen transportieren — die sind sämtlich an der Börse, die Quartierleute, die Speicherarbeiter, die schicken ihre Hauptleute zur Börse. Die Notare sind regelmässig an der Börse, die grösseren Anwälte regelmässig an der Börse. Alles was mit dem Handel irgendwie Fühlung hat, besucht die Börse. Das macht es möglich, wenn ich heute an der Börse eine Depesche bekomme, ich soll eine gemischte Ladung nach China expedieren, so ist die Möglich-

---

[1]) Ebenda S. 2403. Vgl. noch S. 2606.

[2]) Vgl. ebenda S. 2411. 2780 bezw. S. 3330.

[3]) Ebenda S. 2974. 2975. 2977. 2408.

[4]) Ebenda S. 2608. 2609. 2611.

keit geboten, dass ich, ohne die Börse zu verlassen, chartern kann, versichern kann, Einkäufe machen kann, Ordre geben kann, wieviel befördert werden soll. Ich kann das ganze Geschäft abwickeln, ohne die Börse zu verlassen." An einer andern Stelle äussert sich derselbe Sachverständige: „Ich glaube nicht, dass es auf der ganzen Welt eine Börse gibt, auf der es anständiger, ordentlicher zugeht, als an der Hamburger Börse. Wenn sich einmal jemand unanständig benehmen wollte, dann findet ein ganz eigentümliches Verfahren statt. Kein Mensch merkt etwas davon, aber jeder Börsenbesucher fühlt sich verantwortlich für die Ehre der Börse. Der Mann wird hinausgeschoben; er wird gar nicht angefasst. Die ganze Bevölkerung von Hamburg ist mit der Börse verwachsen. Die Börse hat sich nach und nach entwickelt zu ihrer jetzigen Bedeutung, und es würde einen Sturm der Entrüstung hervorrufen, wenn man die Freiheit, die jetzt jedem zusteht, in irgend einer Weise einschränken wollte". Nach der Aussage eines andern Experten[1]) handhabt die Hamburger Handelskammer das ihr zustehende Aufsichtsrecht strenge, zu Zeiten so strenge, dass Klagen darüber geführt werden.

Indessen hat es den Anschein, als ob sich neuestens in den Hamburger Börsenverhältnissen ein Umschwung von dieser Oeffentlichkeit und Freiheit zu grösserer Exklusivität vollziehe. Neben der allgemeinen Börse haben sich nämlich verschiedene Vereine von Interessenten gebildet, welche für sich gesonderte Börsen errichten. Solcher Vereine gibt es zur Zeit sechs, nämlich der Verein der Getreidehändler, der Petroleumhändler, der Spiritusinteressenten, der Interessenten für Kartoffelfabrikate, der am Kaffeehandel beteiligten Firmen und der am Zuckerhandel beteiligten Firmen. Diese Vereine versammeln sich in gewissen Stunden in besonderen Vereinslokalen ausserhalb des grossen Börsensaales. Zu diesen Lokalitäten, die vom Verein verwaltet werden, hat ausser den Mitgliedern des betreffenden Vereins niemand Zutritt. Die Zulassung zu den einzelnen Vereinen ist von verschiedenen Voraussetzungen abhängig gemacht. Es werden nur Kaufleute aufgenommen, welche in den be-

[1]) Sachv. Robinow S. 2165. 2167. Vgl. noch S. 2168—2170.

treffenden Artikeln Geschäfte machen und in das Handelsregister in Hamburg, Altona oder der Umgegend eingetragen sind, oder für den betreffenden Geschäftszweig als Vermittler fungieren. Während bei den übrigen Vereinen der aus fünf (beim Verein der Interessenten für Kartoffelfabrikate aus sieben) von der Generalversammlung auf fünf (bezw. auf zwei) Jahre gewählten Vereinsmitgliedern bestehende Vereinsvorstand mit Stimmenmehrheit über das Gesuch um Aufnahme in den Verein entscheidet, ist bei den Vereinen der am Kaffeehandel und der am Zuckerhandel beteiligten Firmen schon die Anbringung des Gesuches an gewisse Bedingungen geknüpft. Das Gesuch des Bewerbers muss nämlich von mindestens zwei Vereinsmitgliedern unterstützt sein; der Vorstand teilt hierauf die Namen des die Aufnahme Nachsuchenden und der ihn Empfehlenden sämtlichen Vereinsmitgliedern mit; jedes Vereinsmitglied kann innerhalb acht Tagen beim Vorstande schriftliche Einwendungen erheben; nach Ablauf dieser Frist beschliesst der Vorstand über die Genehmigung bezw. Ablehnung des Aufnahmegesuchs; beim Verein der am Zuckerhandel beteiligten Firmen entscheidet hierbei der aus fünf Mitgliedern bestehende Vorstand mit einfacher Stimmenmehrheit, während beim Verein der Kaffeehändler drei die Aufnahme ablehnende Stimmen — es stimmen insgesamt neun Vorstandsmitglieder — zur Abweisung des Bewerbers genügen. Jedes in einen der genannten sechs Vereine neu eintretende Mitglied hat ein einmaliges Eintrittsgeld zu entrichten; ausserdem zahlt jedes Vereinsmitglied einen Jahresbeitrag. Eintrittsgeld wie Jahresbeitrag sind bei den einzelnen Vereinen verschieden hoch bemessen; beim Vereine der Kaffeehändler beträgt das erstere 300 Mk., der letztere 150 Mk. Ueber den Ausschluss von Mitgliedern beschliesst die Generalversammlung des Vereins, bei einigen Vereinen der Vorstand. Die Statuten sämtlicher Vereine enthalten die Bestimmung, dass sich die Vereinsmitglieder in Rechtsstreitigkeiten den Urteilen des Vereinsschiedsgerichtes mit Ausschluss des ordentlichen Rechtswegs zu unterwerfen haben [1]).

---

[1]) Vgl. Hamburgisches Börsenhandbuch für 1894; ferner Sachv.-Vern. S. 3328 fg.

I. Im Auslande.

Nicht uninteressant sind zunächst die Zustände in Oesterreich[1]). Unmittelbar nach dem grossen Krach von 1873 wurde ein einheitliches Börsenrecht für die im Reichsrate vertretenen Königreiche und Länder geschaffen durch das Gesetz vom 1. April 1875, betreffend die Organisierung der Börsen.

Nach diesem Gesetze ist zur Errichtung von Börsen die Einwilligung des Finanz- und des Handelsministers nach Anhörung der Handels- und Gewerbekammer erforderlich. Die Börsen stehen unter einer selbständigen Leitung (Börsenleitung) und unter staatlicher Ueberwachung. Diese wird in der Weise ausgeübt, dass die Börsen in allen Verwaltungsangelegenheiten unmittelbar der politischen Landesbehörde unterstehen. Ausserdem ist bei jeder Börse ein Börsenkommissar bestellt, welcher „die Oberaufsicht an der Börse führt, die Ausführung aller Börsenvorschriften überwacht, Missbräuche zu rügen, und wenn nicht sogleich Abhilfe erfolgt, deren Beseitigung im Wege der politischen Landesbehörde zu bewirken hat“. Der Kommissar hat insbesondere auch allen Beratungen der Börsenleitung beizuwohnen und Beschlüsse, welche er als wider die bestehenden Gesetze oder das Börsenstatut gefasst erachtet, zu sistieren bis zu höherer Entscheidung. Der Börsenkommissar wird vom Finanzminister im Einvernehmen mit dem Handelsminister bestellt. Für jede Börse muss ein Statut festgestellt werden, dessen Erlass wie Abänderung der Genehmigung des Finanz- und des Handelsministers bedürfen. Das Statut muss insbesondere die Geschäftszweige bestimmen, auf welche sich der Börsenverkehr erstrecken soll, die Bedingungen für die Mitgliedschaft, Rechte und Pflichten der Mitglieder, die Börsenleitung und ihre Organe, deren Rechte und Pflichten u. s. w.

Die Teilnahme an einer nicht genehmigten Börse (Winkelbörse) wird mit Geldstrafe bis zu 1000 fl. oder mit Arrest von einem Tage bis zu vier Wochen geahndet.

---

[1]) Vgl. Die hauptsächlichsten Börsen S. 94 fg.

Die Börsenleitung erlässt die zur Regelung des Börsenverkehrs notwendigen Normen, z. B. über die Börsenzeit, bestimmt die Liquidationstermine u. s. w. und ist insbesondere für die Aufrechterhaltung der Ruhe und Ordnung an der Börse verantwortlich. Zu diesem Behufe ist ihr ein weitgehendes Disziplinarrecht eingeräumt: sie kann Geldbussen bis zu 1000 fl. und Ausschliessung von der Börse verhängen, und zwar Geldbussen bis zu 100 fl. und Ausschliessung bis zu drei Monaten in erster und letzter Instanz. Kommt die Börsenleitung ihrer Pflicht nicht nach, so ist der Finanzminister berechtigt, im Einvernehmen mit dem Handelsminister, die Börsenleitung ihrer Funktionen zu entheben und die Leitung der Börse zeitweilig Vertrauensmännern zu übertragen, welche von ihm ernannt werden, eventuell sogar kann er nach Anhörung der Handels- und Gewerbekammer die Schliessung der Börse zeitweilig oder für immer anordnen.

Vom Börsenbesuch sind unter allen Umständen ausgeschlossen: Personen weiblichen Geschlechts, Unmündige und Entmündigte, Kridare während der Dauer des Konkurses, und — wenn sie wegen schuldbarer Krida zu einer Strafe verurteilt wurden — noch drei Jahre nach Vollendung der Strafe, ferner Personen, welche und solange sie den ihnen aus einem Börsengeschäfte obliegenden Verbindlichkeiten nicht entsprochen haben, oder wegen strafgerichtlicher Verurteilung von der Wählbarkeit in die Gemeindevertretung oder wegen Steuer- und Zollvergehen vom Handels- oder Gewerbebetrieb ausgeschlossen sind.

Selbst der enragierteste Befürworter eines polizeilichen Börsenregimes wird nicht leicht weitergehende Forderungen aufstellen können, als sie dieses Gesetz in der That verwirklichte oder vielmehr zu verwirklichen suchte. Denn es ist Thatsache, dass trotz dieses Gesetzes insbesondere die Wiener Effektenbörse Scenen eines sehr excessiven Spekulationstaumels erlebt hat, und dass die bei uns zu Tage getretenen Missstände dort mindestens in demselben Umfange bestehen. In Wien wird in unmittelbarer Nähe des eigentlichen Börsengebäudes eine Winkelbörse abgehalten, welche ziemlich unerfreuliche Elemente in sich vereinigen soll. Auch das Institut des staatlichen Börsenkommissars hat keinen Nutzen gebracht; die von ihm

getroffenen Massregeln kommen meistens zu spät, so dass sie von keiner weitergehenden Bedeutung sein konnten [1]).

Für Frankreich [2]) ist massgebend Art. 71 des Code de commerce. Daselbst wird die Börse definiert als eine unter der Genehmigung der Regierung stattfindende Versammlung von Handeltreibenden, Schiffskapitänen, Effekten- und Warenmaklern. Der Zutritt zur Börse steht jedermann, selbst den Fremden, frei. Die Regierung kann überall, wo sie es für angezeigt erachtet, Börsen errichten. Im übrigen ist streng zu unterscheiden zwischen Effekten- und Warenbörsen; resp. zwischen den Börsen mit einer offiziellen Maklerorganisation und denjenigen ohne eine solche. Die Fondsmakler (agents de change) sind an den sieben Hauptbörsen Frankreichs zu einer streng zünftigen Organisation, dem sog. „Parquet", vereinigt. Die Fondsmakler haben ein gesetzliches Vermittelungsmonopol und ein Monopol der Kursfeststellung; sie dürfen aber keine Geschäfte für eigene Rechnung machen; dagegen haften sie für die Erfüllung der von ihnen vermittelten Geschäfte. Jeder Fondsmakler kann seine Stelle verkaufen; der Käufer muss mindestens 25 Jahre alt, Franzose von Geburt, im Besitz der bürgerlichen Ehrenrechte sein und eventuellen Militärverpflichtungen genügt haben. Der Käufer hat hierauf um die Genehmigung der Maklerkammer (der „chambre syndicale") nachzusuchen, wird von dieser dann dem Finanzminister präsentiert, und schliesslich vom Präsidenten der Republik ernannt. Das Gewerbe der Warenmakler, der „courtiers des marchandises", ist durch das Gesetz vom 18. Juli 1866 freigegeben worden.

Für die Fondsmakler und deren Vertreter sind an den Börsen bestimmte Räume reserviert, welche das sog. Parquet bilden. Dieses Parquet zerfällt in Paris in folgende Abteilungen: 1. die Abteilung für Kassageschäfte; an dieser ist jeder Effektenmakler durch einen Kassacommis (commis au comptant) vertreten; 2. die Abteilung für Termingeschäfte in französischer

[1]) Vgl. Sachv.-Vern. S. 263. 570. 744. 1008. 2168; ferner Ring im Archiv für bürgerliches Recht, Bd. VIII, S. 296. 297.

[2]) Die hauptsächlichsten Börsen etc. S. 80 fg. 88. 89.

Rente; auch hier hat jeder Makler einen eigenen Vertreter, den sog. „assesseur aux rentes"; 3. einen besonderen Raum für Termingeschäfte in ausländischen Werten; hier handeln die Makler wiederum durch besondere Vertreter, die sog. commis principaux; 4. endlich den für die Effektenmakler zu deren persönlichen Geschäftsbetrieb reservierten Raum, das sog. Körbchen („corbeille"). — Neben dem Parquet ist thatsächlich geduldet die sog. Coulisse, d. h. der für jedermann zugängliche freie Markt; faktisch spielt die Coulisse in sehr vielen Wertpapieren die Hauptrolle.

Ueber die Organisation der französischen Produktenbörsen finden sich in den Materialien der Börsenenquetekommission leider fast gar keine erwähnenswerten Angaben [1]).

In Belgien steht der Ortsbehörde die Oberaufsicht über die Börsen zu; die gesamte Leitung der Börsenangelegenheiten ruht bei der Börsenkommission, einem aus 6 bis 15 Mitgliedern bestehenden Kollegium, welches sich zum Teil aus Kandidaten des Handelstribunals, zum Teil aus solchen der Makler rekrutiert. Im übrigen ist die Organisation der der französischen Börsen nachgebildet.

Wesentlich verschieden von der Organisation der kontinentalen Börsen ist die der Börsen Englands und der Vereinigten Staaten von Nordamerika.

Charakteristisch für die englischen Börsen ist zweierlei: einmal die weitgehende Durchführung des Prinzips der Arbeitsteilung durch die Einrichtung der Spezialbörsen, nicht bloss für Waren und Effekten, sondern auch innerhalb des Warenverkehrs für die einzelnen Handelsartikel; sodann die völlig freie, autonome, jeglicher Staatsaufsicht, überhaupt jeder Beziehung zur Staatsregierung entbehrende Rechtsstellung, indem die Organisation der englischen Börsen lediglich auf der Anwendung der Grundsätze des Gesellschaftsrechts beruht [2]).

---

[1]) Vgl. unten die Ausführungen über Liquidationskassen.

[2]) Vgl. die hauptsächlichsten Börsen S. 66 fg.; K. E. Melsheimer and W. Laurence, The law and customs of the London Stock Exchange; E. Struck, Die Effektenbörse, eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände, in Schmollers Staats- und sozialwissenschaftlichen Forschungen, Bd. III, Heft 2; Artikel „Börse" im Handwörterbuch der

Zunächst müssen wir die Organisation der Londoner Effektenbörse, der berühmten „Stock Exchange of London“ aus verschiedenen Gründen etwas näher ins Auge fassen.

Die Londoner Effektenbörse ist ein von der Regierung unabhängiger, in Bezug auf die Regelung des Börsenverkehrs völlig autonomer Privatverein. Die massgebenden Rechtssätze sind enthalten in den „Rules and Regulations for the conduct of business on the Stock Exchange“.

Geschichtlich ist zu bemerken, dass noch vor etwa einem Jahrhundert der Verkehr an der Londoner Effektenbörse ein völlig freier war. Daraus hat sich dann in den ersten Jahrzehnten dieses Jahrhunderts die jetzige Kluborganisation gebildet. In den siebziger Jahren verfolgte die englische Regierung den Plan, aus diesem Klub eine bevorrechtete Korporation mit staatlicher Beaufsichtigung zu bilden; dieses Vorhaben wurde jedoch nicht verwirklicht [1]).

Vorstand der Londoner Effektenbörse ist ein aus 30 Personen bestehendes Präsidium, das „committee for general purposes“. Dasselbe wird alljährlich aus und von den Vereinsmitgliedern neu gewählt. Drei Tage vor der Wahl ist ein Verzeichnis derjenigen Personen, welche sich selbst zur Wiederwahl stellen, oder welche neu vorgeschlagen werden, auszuhängen, im letzteren Fall mit den Unterschriften derer, welche die neuen Kandidaten vorschlagen. Voraussetzung für die Wahlfähigkeit ist die Zugehörigkeit zur Börse während der letzten fünf Jahre. Dieses Präsidium hat die Oberaufsicht über die gesamte Geschäftsgebarung der Vereinsmitglieder sowohl an der Börse selbst wie ausserhalb derselben. Es beschliesst über Zulassung und Ausschliessung von Mitgliedern oder deren Angestellten.

Die Zulassung zur Börse muss von sämtlichen Mitgliedern alljährlich vor dem 15. Februar neu beantragt werden; über den Antrag entscheidet das jeweilig amtierende Präsidium.

Wer in den Verein neu aufgenommen werden will, muss von drei Mitgliedern, die ihrerseits mindestens vier Jahre lang bereits der Börse angehören und ihre Verpflichtungen stets er-

---

Staatswissenschaften, Bd. II, S. 671 fg.; Verhandlungen des 17. deutschen Juristentags; Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung.

[1]) Vgl. Sachv.-Vern. S. 3596 (Prof. Cohn).

füllt haben, empfohlen werden. Jeder der drei Empfehlenden muss eine Kaution von 500 Pf. St. leisten, welche verfällt, wenn der Bewerber innerhalb der nächsten vier Jahre seine Zahlung einstellen sollte. Ist der Bewerber bereits als Commis („clerk") eines Vereinsmitgliedes vier Jahre lang an der Börse thätig gewesen, so genügt die Empfehlung durch zwei Mitglieder mit einer Bürgschaft von je 300 Pf. St. [1]). Kein Mitglied darf sich zur gleichen Zeit für mehr als drei Bewerber verbürgen. Jede Anmeldung zur Mitgliedschaft ist einschliesslich der Namen der Empfehlenden mindestens acht Tage vor der Wahl durch Aushang bekannt zu geben. Keine bei der Börse zugelassene Firma darf für einen Bewerber mehr als einen Empfehlenden stellen; Commis sind überhaupt unfähig, einen Bewerber zu empfehlen. Fällt ein Bürge aus irgend einem Grunde für die Zeit seiner eingegangenen Verpflichtung fort, so muss das auf diese Empfehlung hin zugelassene neue Mitglied einen Substituten für diesen Bürgen sich verschaffen, widrigenfalls ihm die Mitgliedschaft wieder entzogen wird. Dasselbe gilt, wenn ein neues Mitglied mit einem seiner Bürgen ein Gesellschaftsverhältnis eingeht. Weder der Bewerber selbst noch seine Ehefrau darf neben dem Handel an der Börse noch irgend eine andre geschäftliche Thätigkeit betreiben, und zwar bei Strafe des Verlustes der Mitgliedschaft. Danach sind z. B. Bankiers ausgeschlossen. Wer in Konkurs geraten ist, kann nur Mitglied werden, wenn er seine Gläubiger voll befriedigt hat; wer mehr wie einmal in Konkurs geraten ist oder sich mit seinen Gläubigern sonst verglichen hat, ist überhaupt unfähig Mitglied zu werden. Die Bewerbung eines in Konkurs geratenen Mitgliedes um Wiederzulassung muss nach Ermessen des Präsidiums mindestens 21 Tage lang ausgehängt werden; auch kann das Präsidium je nach Lage der Sache gewisse Erleichterungen eintreten lassen.

Der Austritt aus der Börse ist schriftlich dem Sekretariat mitzuteilen; die Austrittserklärung wird durch vierwöchentlichen

---

[1]) Thatsächlich hat sich die Mehrzahl der Mitglieder längere oder kürzere Zeit in der Stellung als „Clerks" befunden. So Struck im Handwörterbuch der Staatswissenschaften l. c.

Aushang bekannt gegeben. Ein Mitglied, welches freiwillig ausgeschieden ist, bedarf zu seiner Wiederzulassung der Empfehlung durch zwei Mitglieder; bei Ausscheiden für längere Zeit als zwei Jahre sind die gewöhnlichen Aufnahmebedingungen zu erfüllen. Ausländer sind zur Mitgliedschaft nur zugelassen, wenn sie mindestens sieben Jahre im Vereinigten Königreich gewohnt haben und seit wenigstens zwei Jahren naturalisiert sind.

Wer einen Bewerber zur Zulassung empfiehlt, hat folgende Fragen zu beantworten:

1. Ist der Bewerber jemals in Konkurs geraten oder hat er sich mit seinen Gläubigern verglichen, bezw. wann, und wieviel Prozent sind gezahlt worden?

2. Würde der Empfehlende die Checks des Bewerbers für dessen geschäftliche Verpflichtungen bis zur Höhe von 3000 Pf. St. bedingungslos als gut annehmen?

Wer der Zulassung oder Neuwahl eines Mitgliedes widerspricht, muss die Gründe dafür dem Präsidium schriftlich bekannt geben.

Wer einmal zurückgewiesen ist, kann seine Bewerbung erst erneuern, wenn ein andres Präsidium gewählt ist, d. h. also frühestens im nächsten Vereinsjahre. Alljährlich muss durch das Sekretariat der Börse eine Liste der von den Mitgliedern abgeschlossenen Gesellschaftsverhältnisse („partnerships“) aufgestellt werden; jede Anzeige einer Associierung ist von den betreffenden Mitgliedern zu unterzeichnen und in der Börse auszuhängen. Bankerott einer Firma löst die Associierung auf. Ein Gesellschaftsverhältnis mit einer Person einzugehen, die nicht ebenfalls Mitglied der Börse ist, ist verboten. Kein Mitglied, ebensowenig ein Commis desselben, darf in sich die Eigenschaft eines Maklers („broker“) und Händlers („dealer“) vereinigen, und ebenso ist jedes Gesellschaftsverhältnis zwischen Maklern und Händlern untersagt.

Das Präsidium kann zeitweilig oder dauernd jedes Mitglied ausschliessen, welches gegen die Satzungen der Börse fehlt, oder welches als unreellen und unanständigen Geschäftsgebarens schuldig befunden wird. Ein Ausweisungsbeschluss bedarf einer zweimaligen Abstimmung in einer besonderen, zu diesem Zweck

einberufenen Versammlung, der mindestens zwölf Komiteemitglieder beigewohnt haben. Die Ausweisung muss mit Dreiviertelmajorität beschlossen worden sein. Zeitweise Ausschliessung bis zu zwei Monaten kann bei einer Anwesenheit von sieben Komiteemitgliedern mit Dreiviertelmajorität beschlossen werden, wenn ein Mitglied sich in unangemessener oder ordnungswidriger Weise betragen hat. Die Ausschliessungen werden öffentlich bekannt gemacht.

Interessant sind noch die konkursrechtlichen Bestimmungen, welche die Londoner Effektenbörse als autonome Vereinigung für ihre Mitglieder erlassen hat. Private Vergleiche ohne Mitwirkung der Börsenbehörden sind unzulässig. Derjenige, welchem solche Anerbietungen gemacht werden, ist verpflichtet, dem Börsenvorstand davon sofort Anzeige zu machen. Wer einem andern Mitgliede Geld oder sonstige Vermögenswerte ohne Deckung auf mehr als zwei Tage geliehen hat, soll mit seinen Forderungen, wenn letzteres falliert, bei der Verteilung der Aktiva desselben nicht berücksichtigt werden, zur Strafe für leichtsinniges Kreditieren. Wer seinen Verpflichtungen nicht nachkommt, wird öffentlich durch die Börsenorgane als Bankrotteur („defaulter") erklärt. Damit tritt zugleich eine Unterbrechung der Mitgliedschaft ein. Wer sich mit seinen Gläubigern verglichen hat, wird ebenfalls durch die Börsenorgane als Bankrotteur erklärt und kann erst nach sechs Monaten wieder zum Börsenbesuch zugelassen werden; die Zulassung ist überhaupt ausgeschlossen, wenn nicht der Bankrotteur aus eigenen Mitteln, ohne die ihm gestellten Bürgschaften in Anspruch zu nehmen, seine Gläubiger zu einem Drittel befriedigt hat. Die zugelassenen Bankrotteurs werden in zwei Klassen eingeteilt. In die erste Klasse fallen diejenigen, welche durch die Zahlungseinstellung andrer Personen selbst zahlungsunfähig geworden sind und sich nicht gegen die Börsenbestimmungen vergangen haben, ferner diejenigen, deren gesamtes Geschäftsgebaren untadelig gewesen ist und die sich nicht in Geschäfte eingelassen haben, die in keinem Verhältnis zu ihrem Vermögen standen. Alle übrigen fallen in die zweite Klasse.

Bei einem Gesuch um Wiederzulassung tritt ein aus drei Mitgliedern bestehendes Subkomitee in Thätigkeit, welches das

gesamte Geschäftsgebaren des Bankrotteurs nach allen Richtungen zu prüfen hat und über das Ergebnis der Prüfung dem leitenden Hauptausschusse (governing committee) Bericht erstattet. Die Zuweisung des Bankrotteurs zu der einen oder andern Klasse wird durch dreissigtägigen Aushang an der Börse bekannt gemacht.

Fragen wir, wie sich die Durchführung dieser Bestimmungen praktisch gestalte, so erfahren wir folgendes:

„Die Zahl der Mitglieder der Londoner Effektenbörse betrug 1866 1241, im Januar 1893 3371. Weitere Auskünfte waren nicht zu erlangen; insbesondere hat sich das Präsidium der Effektenbörse geweigert, über die Ausschliessung von Mitgliedern irgend welche Mitteilungen zu machen.“ Soviel dürfte jedoch sicher sein, dass der Zutritt von Nichtvereinsmitgliedern nicht geduldet wird [1]).

Ausser der Effektenbörse bestehen in London noch eine grosse Anzahl von Börsen „unter ganz verschiedenen Gesichtern“, so die „Royal Exchange“ für Effekten, der „Baltic“ für Getreide, „Mincing Lane“ für Kaffee, die „general produce brokers association“, „the home and foreign produce exchange“ u. a. m. Es sind dies zum Teil offene Märkte, zum Teil freie Vereinigungen, zum Teil mehr oder minder eng geschlossene Klubs.

Ueber die übrigen englischen Börsen sei folgendes hervorgehoben:

Die Fondsbörse zu Liverpool ist eine Aktiengesellschaft; wer Mitglied derselben werden und sein will, muss dauernder Besitzer mindestens einer Aktie der Börsenassociation sein. Die sonstigen Bestimmungen über Zulassung, Ausschliessung von Börsenmitmitgliedern, über Börsenorgane u. s. w. stimmen mit denen der Londoner Effektenbörse fast wörtlich überein. Ebenso sind die Liverpooler Fleisch- und Baumwollbörsen Aktiengesellschaften. Die Dubliner Effektenbörse besteht nur aus Effekten-

---

[1]) Statistische Anlagen S. 393. Vgl. die drastische Aeusserung des Kommissionsmitglieds Frentzel (Sachv.-Vern. S. 2159): „Wenn ich in die Londoner Stock Exchange hineingehen würde, wäre ich in Gefahr, hinausgeworfen zu werden; so eng ist da der Korporationsbegriff. Ich würde einem Verehrer der Stock Exchange nicht raten, seine Haut da zu Markte zu tragen.

maklern, welche zum Betriebe ihres Gewerbes einer vom Lordlieutenant von Irland zu erteilenden Konzession bedürfen. An der Glasgower Fondsbörse besteht, ausser dem Privilegium für Commis bezüglich des Eintrittsgeldes (300 statt 400 Pfd. St.), noch ein solches „für die Söhne gegenwärtiger Mitglieder oder als solcher verstorbener Persönlichkeiten (200 statt 400 Pfd. St.)“.

Zum Schlusse noch einiges über die Organisation der Börsen in den Vereinigten Staaten von Amerika[1]). Die Kompetenz zur Gesetzgebung über Börsenwesen ist den einzelnen Staaten überlassen; innerhalb dieser selbst aber erfolgt die Regelung teils durch die freie Vereinbarung der Beteiligten, teils durch staatliche Spezialgesetze.

Die Chicagoer Fondsbörse ist eine einfache Vereinigung mit einem aus 24 Mitgliedern und einem Präsidenten zusammengesetzten Hauptausschusse („governing committee“), welcher als Aufsichts- und Disziplinarinstanz fungiert. Die Zahl der Mitglieder darf höchstens 445 sein. Solange diese Ziffer nicht erreicht ist, können Bewerber aufgenommen werden, wenn ihr Aufnahmegesuch von zwei Mitgliedern empfohlen und ein Eintrittsgeld von 2500 Dollars gezahlt wird. Falsche Angaben bei Bewerbung um die Zulassung machen dieselbe nachträglich nichtig. Die Mitgliedschaft ist verkäuflich; der neue Erwerber muss aber den allgemeinen Anforderungen genügen und die Mehrheit des Zulassungsausschusses („committee on admissions“) für sich haben. Bei Ableben eines Mitgliedes kann der Zulassungsausschuss gegen Zahlung einer Abfindung („balance“) an die Erben das Mitgliedsrecht für sich erwerben. Werden Mitglieder zur Strafe dauernd oder wegen Konkurses ausgeschlossen, so verlieren sie ihre Mitgliedschaft zu Gunsten der Börse, welche dieselbe verkaufen und eventuell aus dem Erlöse die Börsengläubiger des ausgeschlossenen Mitgliedes befriedigen kann.

Die Organisation der Produktenbörse zu Chicago beruht auf einem Sondergesetze des Staates Illinois vom 18. Februar 1859. Dieses Gesetz verleiht derselben ein weitgehendes Selbstverwaltungsrecht. Das Hauptorgan ist der aus 15 Mitgliedern bestehende leitende Ausschuss („board of Directors“), welcher

---

[1]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 113 fg.

die Satzungen („Rules and regulations") festsetzt. Die Mitgliedschaft wird erteilt an Bewerber von gutem Charakter und Kredit, deren Gesuche von zwei Mitgliedern empfohlen werden und mindestens zehn Stimmen des leitenden Ausschusses für sich haben; sind diese Vorbedingungen gegeben, so wird der Name des Bewerbers zehn Tage an der Börse durch Anschlag bekannt gegeben und dann erfolgt gegen Zahlung eines Eintrittsgeldes von 10 000 Dollars die eigentliche Zulassung. Das Mitgliedschaftsrecht ist übertragbar; für die Uebertragung muss eine Gebühr von 25 Dollars entrichtet werden; der Käufer hat sich schriftlich den Börsensatzungen zu unterwerfen. Lässt sich ein Mitglied eine Handlungsweise oder Geschäftsführung zu schulden kommen, welche einem ehrenhaften Kaufmann nicht ziemt, so tritt zeitweilige oder dauernde Ausschliessung ein. Das Disziplinarverfahren kann sowohl auf Anzeige wie von Amtswegen eingeleitet werden, und zwar auch bei Gerüchten über ein Mitglied. Als Disziplinargerichtshof fungiert in erster Instanz der Präsident, in zweiter Instanz der leitende Ausschuss. Ausgeschlossene Mitglieder können wieder aufgenommen werden, wenn sie das Eintrittsgeld nochmals zahlen und ihr Gesuch von mindestens zwölf Ausschussmitgliedern genehmigt wird.

Die Organisation der New Yorker Börsen ist ziemlich die gleiche wie die der Chicagoer.

Angaben über die Frequenz der amerikanischen Börsen, über die praktische Handhabung der Börsendisziplin u. s. w. stehen uns leider nicht zu Gebote.

III. Als Ergebnis

unsrer Ausführungen über die thatsächliche Verfassung der Waren- und Effektenbörsen können wir kurz folgende Sätze aufstellen:

1. Die Organisation der Börsen im Deutschen Reiche wie im Auslande ist keineswegs eine einheitliche. Während beispielsweise die Börsengesetzgebung Oesterreichs und Preussens von polizeilichen Maximen beherrscht ist, ist in England und

zum Teil auch in den Vereinigten Staaten von Amerika die Regelung des Börsenwesens dem freien Ermessen der Börsenkreise überlassen. Letzteres ist, wenn auch nicht rechtlich, so doch thatsächlich auch in den Hansastädten der Fall.

2. Die Missstände im deutschen Börsenwesen sind, soweit sie sich auf die Börsenorganisation zurückführen lassen, im wesentlichen nur an der Berliner Börse hervorgetreten. Sie beruhen zum Teil auf der Mangelhaftigkeit der zur Zeit für die Berliner Börse massgebenden gesetzlichen Bestimmungen, zum andern Teil auf Lässigkeit in der Durchführung derselben.

3. Einer zentralisierenden Neuordnung der Börsenorganisation für das gesamte Deutsche Reich stehen einerseits in dem lokalen Charakter der krankhaften Erscheinungen, andrerseits in der verschiedenen politischen und wirtschaftlichen Verfassung der einzelnen Bundesstaaten, besonders Hamburgs und Preussens, erhebliche Schwierigkeiten entgegen. — Ob die Vorschläge der Börsenenquetekommission bezw. des Bundesrats diesen Schwierigkeiten zu begegnen geeignet sind, wird in einem späteren Abschnitte untersucht werden.



MÜNCHENER

Volkswirtschaftliche Studien.

HERAUSGEGEBEN VON

LUJO BRENTANO UND WALTHER LOTZ.

SECHZEHNTES STÜCK:

Börsenreform in Deutschland.

Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquete

VON

Franz Josef Pfleger und **Ludwig Gschwindt.**

Zweiter Abschnitt:

Die Produktenbörse nach den Erhebungen der Börsenenquetekommission.

Bearbeitet von **F. J. Pfleger.**



STUTTGART 1896.

VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG

NACHFOLGER.

BÖRSENREFORM

IN DEUTSCHLAND.

EINE DARSTELLUNG DER
ERGEBNISSE DER DEUTSCHEN BÖRSENENQUETE

VON

Franz Josef Pfleger und Ludwig Gschwindt.

Zweiter Abschnitt:

Die Produktenbörse nach den Erhebungen der
Börsenenquetekommission.

Bearbeitet von **F. J. Pfleger.**



STUTTGART 1896.

VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG
NACHFOLGER.

Druck der Union Deutsche Verlagsgesellschaft in Stuttgart.

Inhaltsverzeichnis.

Erstes Kapitel.

Der Getreideterminhandel.

§ 1. Geschichtliches über den Getreidehandel [1]).

Bis in die sechziger Jahre dieses Jahrhunderts war Deutschland überwiegend Getreideexportland. Die Aufgabe des deutschen Getreidehandels bestand also bis zu dieser Zeit vornehmlich darin, innerhalb Deutschlands die Produktion angemessen zu verteilen und den Ueberfluss Deutschlands fremden Nationen zuzuführen.

Die wichtigsten Produktionsgebiete Deutschlands waren damals wie heute die ostelbischen Provinzen Preussens: besonders Westpreussen, Pommern, Posen und Schlesien; als Absatzgebiete derselben kamen vorwiegend in Betracht: erstens die industrielle Rheinprovinz, wohin das Getreide auf dem Wasserwege über Holland transportiert wurde, sodann aber besonders England, Frankreich und Skandinavien.

Die Zentren des damaligen deutschen Getreidehandels waren naturgemäss die Seehäfen an der Ostsee und Nordsee, also besonders Stettin, Danzig, Königsberg und Hamburg. Auch Breslau hatte vermöge seiner Lage inmitten des fruchtbaren Schlesien für den damaligen Getreidehandel eine grosse Bedeutung.

Ueber die Organisation des damaligen Getreidehandels an den einzelnen Handelsplätzen stehen leider nur wenig Nachrichten zu Gebote.

Die Formen, in welchen der Getreideausfuhrhandel in

---

[1]) Vgl. Art. Getreidehandel im Handwörterbuch der Staatswissenschaften; Kurt Wiedenfeld, Der deutsche Getreidehandel, in den Jahrbüchern für Nationalökonomie und Statistik, Jahrgang 1895; die Aussagen der Sachv. Kochhann- u. Sobernheim-Berlin, Abel-Stettin, Horwitz-Hamburg.

Deutschland ursprünglich bis in die dreissiger Jahre sich bewegt hatte, waren die des Kassa- und des Lieferungsgeschäftes. Der Händler am Seeplatze kaufte von dem Gutsbesitzer im Inlande oder von einem binnenländischen Getreidehändler das Getreide, dessen Qualität ihm entweder durch Augenschein oder durch Mustersendungen bekannt war, für sofortige oder spätere Lieferung. Als Lieferungszeit wurde gewöhnlich Frühjahr oder Herbst gewählt, besonders deshalb, weil die Hauptverkehrsmittel der damaligen Zeit, die binnenländischen Wasserstrassen, den Winter über nicht benützt werden konnten, der Transport per Achse aber zu kostspielig war. Die Festsetzung der Lieferungsbedingungen war der freien Vereinbarung der Parteien überlassen. Im Laufe der Zeit bildete sich ein Komplex von Lieferungsbedingungen, welcher als Handelsgewohnheitsrecht für alle Vertragsschlüsse — gegenteilige Verabredungen natürlich nicht ausgeschlossen — für ohne weiteres massgebend erachtet wurde. In den dreissiger Jahren schritt man dazu, diesen Komplex von allgemein üblichen Handelsgebräuchen zu kodifizieren, indem man Schlussscheinformulare ausstellte, auf welchen jene Handelsgebräuche abgedruckt waren; oder mit andern Worten: aus dem bisherigen freien Lieferungsgeschäft bildete sich das usancemässig geregelte Lieferungsgeschäft, das Termingeschäft. Diese Schlussscheinformulare waren anfangs sehr einfach, „embryonisch“, wie es ein Sachverständiger treffend bezeichnet; im Laufe der Zeit wurden sie aber immer komplizierter. In Stettin bestand das Termingeschäft in Getreide nachweislich schon 1833; in Danzig, Königsberg und Hamburg in den vierziger Jahren; in Hamburg soll es bereits am Ende des vorigen Jahrhunderts in Uebung gewesen sein. In Stettin und Danzig war das Termingeschäft Ende der vierziger und in den fünfziger Jahren sehr bedeutend. „Der Ausländer war gewohnt, grössere Partien im Herbst auf Abladung per Frühjahr zu kaufen, während der Inländer umgekehrt im Laufe des Herbstes und des Winters auf Lieferung per Frühjahr verkaufte.“ In Hamburg spielte das Termingeschäft eine grosse Rolle in den fünfziger Jahren, besonders nach Beendigung des russischen Krieges, und nahm in den sechziger Jahren neuen Aufschwung. Der Gang des Geschäfts war hier besonders

der, dass die Hamburger Kaufleute von russischen Kommissionären gegen Vorschüsse Roggen kauften.

Berlin kam noch zu Beginn dieses Jahrhunderts für den Getreidehandel lediglich wegen seines eigenen Bedarfes in Betracht; es hatte ungefähr die Bedeutung einer grossen Schranne. Solange die Produktion der Provinz Brandenburg für den Berliner Bedarf ausreichte, war die Wasserzufuhr von Getreide nach Berlin verhältnismässig von untergeordneter Bedeutung; die grosse Masse des Getreides kam per Achse. Der Landmarkt wurde auf dem Gendarmenmarkte abgehalten [1]. „Nach der Ernte im August und im Herbste kamen an einzelnen Markttagen hunderte mit Getreide beladene Wagen nach Berlin; unter diesen zeichneten sich namentlich die mit vier Pferden bespannten Uckermärker Wagen aus, die zuweilen 60—80 Scheffel geladen hatten. Bei der grossen Zahl von Wagen, von denen jeder der erste auf dem Markte sein wollte, musste oft die Polizei regulierend eingreifen, denn bei grosser Zufuhr ist es häufig vorgekommen, dass die Preise starken Schwankungen unterlagen, und Roggen, der am Morgen bei Eröffnung des Marktes 2 Thlr. 10 Sgr. per Scheffel holte, musste am Schlusse des Marktes mit 1 Thlr. 25 Sgr. pro Scheffel und noch billiger abgegeben werden. Nach schlechten Ernten war dann aber auch häufig der Berliner Markt nur schwach befahren, und genügten die Zufuhren bei weitem nicht dem Bedarf; dann kam es auch vor, dass die Preise von einem Markttage zum andern 20—25 % stiegen und wurde erst dadurch für die folgenden Märkte eine grössere Zufuhr angelockt.“

Wie aus dieser interessanten Schilderung des Sachverständigen Kochhann sich ergibt, wurde damals, in den zwanziger und dreissiger Jahren, in Berlin das Getreide im Wege des freien Handkaufs gehandelt. Vom Berliner Händler ging dann das Getreide direkt an den Bäcker; dieser liess es auf einer Mühle in Berlin oder einem Nachbarorte vermahlen. Die Müllerei war in jener Zeit Lohnmüllerei: der Bäcker zahlte dem Müller für den Wispel Weizen 5 Thlr. und für den Wispel Roggen 6 Thlr. Mahllohn. Je mehr die Einwohnerzahl Berlins

---

[1]) Sachv. Kochhann, S. 2284 fg.

zunahm, destoweniger konnte die direkte Umgegend den wachsenden Getreidebedarf der Hauptstadt befriedigen; es mussten allmählich entlegenere Produktionsgebiete zur Anteilnahme an der Versorgung derselben herangezogen werden. So sehen wir, wie seit den dreissiger Jahren auch die ostelbischen Provinzen, besonders Schlesien, Posen, Westpreussen in die Reihe der Getreidelieferanten für den Bedarf Berlins eintreten. Aber nicht etwa so, dass nunmehr auch die Gutsbesitzer in diesen Provinzen Getreide auf die Berliner Schranne geschickt und dort an den Berliner Händler in der Form des freien Handkaufs verkauft hätten: für den Verkehr mit diesen entlegeneren Produktionsgebieten war jene Geschäftsform zu primitiv, zu riskant. Wenn auch vielleicht an vorhergehenden Schrannentagen hohe Preise gezahlt worden waren, so konnten sich die Verhältnisse — da der Transport geraume Zeit in Anspruch nahm — bis zum Eintreffen des Getreides aus den entfernteren Gegenden total umgestaltet haben; der Preis konnte tief gefallen sein. Für den Handel mit diesen entfernten Gebieten bedurfte es dementsprechend einer anderen Geschäftsform, und so kam in den dreissiger Jahren der Handel mit Konnossementen auf. Wie ging dieser vor sich[1]?

Die Kaufleute an den verschiedenen Abladeplätzen der Provinz, wie Thorn, Bromberg, Posen, Graudenz u. s. w., kauften im Laufe des Winters das Getreide zu festen Preisen von den Landwirten zusammen. Von diesen Provinzhändlern kauften dann die Berliner Getreidehändler das Getreide per Konnossement auf Lieferung im Frühjahr, mit der Bedingung, dass das Getreide spätestens ultimo April vom Einladeort abzuschwimmen habe. Aber es wurde nicht das „fertige“ Konnossement gehandelt, d. h. nicht etwa ein Konnossement, welches ein Schiffer über den Empfang einer bestimmten Quantität ihm zur Beförderung übergebenen Getreides ausstellte, sondern das „zukünftige Konnossement eines ganz unbekannten Schiffes“. Der Provinzhändler verpflichtete sich lediglich, für Rechnung des Händlers in Berlin bis spätestens Ende April eine bestimmte Quantität, z. B. Roggen, abgehen zu lassen; die Wahl des Schiffes

[1]) Sachv.-Vern. S. 2284 fg. 2429 fg.

und des Abladungsortes dagegen behielt er sich vor. Hierbei war es Sitte, dass der Verkäufer eines solchen „zukünftigen“ Konnossements einen Vorschuss bekam, ein „Angeld“ [1]), und zwar in der Höhe von ungefähr 1/4 des Kaufpreises. Dieses „Angeld“ war eine Anzahlung auf den künftig zu zahlenden Kaufpreis und kam bei der endgültigen Erledigung des Geschäftes selbstverständlich in Anrechnung. Das Angeld hatte eine doppelte Bedeutung, eine juristische und eine wirtschaftliche. Eine juristische: die Thatsache der Hingabe des Angeldes seitens des Käufers des Konnossements und der Annahme desselben seitens des Verkäufers symbolisierte den Abschluss des Vertrages; eine wirtschaftliche: es gewährte dem Provinzhändler einen Teil seines Betriebskapitals und ermöglichte ihm, seinerseits den Gutsbesitzern, bei welchen er einkaufte, ebenfalls ein Angeld, einen Vorschuss zu zahlen; sodann aber diente es ihm zur Sicherung gegen Preisschwankungen, oder doch zu einer ganz beträchtlichen Limitierung seines Verlustes bei einem eventuellen Rückgang der Preise. Denn wenn z. B. bei rückgängiger Konjunktur der Händler in Berlin insolvent wurde, oder vom Vertrag einseitig zurücktrat, angeblich etwa, weil die Qualität des gelieferten Getreides zu schlecht sei, so konnte der Provinzhändler das Angeld einbehalten und dadurch sich schadlos halten, oder doch wenigstens im Prozesse die günstigere Rolle des Beklagten erlangen. Der Handel per Konnossement gewährte somit dem Provinzhändler im Verkehre mit Berlin grosse Erleichterung.

Der Händler in Berlin dagegen befand sich in einer wesentlich ungünstigeren Lage; die neue Geschäftsform brachte für ihn allerlei Unannehmlichkeiten mit sich. Einmal musste der Käufer des Konnossements, der Berliner Händler, die Gefahr

---

[1]) Dieses Angeld ist in Bayern unter dem Namen „Leihkauf“ heute noch üblich, bei Veräusserung von Immobilien, ganz besonders aber im Vieh- und Getreidehandel, hier aber in einem ganz geringen Betrage, gewöhnlich bis 5 Mk., von 1 Mk. an, fast nie über 5 Mk. Interessant ist die Etymologie der süddeutschen Bezeichnung: der Käufer „leiht“ dem Verkäufer Geld, bis dieser seinen Verpflichtungen nachkommt und die Ware liefert. Auch die Bezeichnung „Draufgeld“ ist in Bayern mitunter gebräuchlich.

der verzögerten Ankunft, resp. des längeren Ausbleibens des Schiffes tragen. Bei dem damaligen primitiven Zustande der Wasserstrassen war diese Gefahr keine geringe. Es kam mitunter vor, dass Schiffer, wenn sie nicht mit dem ersten Frühjahrswasser abgeschwommen waren, wochen- und monatelang an seichten Stellen liegen bleiben und besseren Wasserstand abwarten mussten. Andrerseits öffnete die damalige Rechtsprechung der Gerichte, welche annahmen, dass ein Rechtsverhältnis nur bestehe zwischen Schiffer und Ablader, nicht auch zwischen dem Schiffer und jedem beliebigen Inhaber des Konnossements, dem Betruge Thür und Thor. Wenn die Preise in die Höhe gingen, kam es häufig vor, dass schlechte Qualitäten abgeladen wurden, ja dass gar nicht abgeladen wurde, ferner dass „Ablader, namentlich polnische Ablader, mehrere Konnossemente machten, mehrmals dieselbe Ladung verkauften“ und nur an denjenigen lieferten, welcher den höchsten Preis gezahlt hatte. Trotz dieser Geschäftsmissbräuche kam es doch dahin, dass Berlin eine immer wachsende Bedeutung für den Getreidehandel erlangte, dass immer entferntere Produktionsgebiete ihre Erzeugnisse dem Berliner Markte zuführten.

Da kamen die vierziger Jahre: es begann der Bau grösserer Eisenbahnlinien in Deutschland. Als Knotenpunkt eines Eisenbahnnetzes wurde Berlin der naturgemässe Vermittlungspunkt für den Ueberfluss des Ostens und für den Bedarf des Westens. Sachsen, Thüringen, Westfalen wurden nun Absatzgebiete für den Berliner Getreidehandel; besonders aber versorgte sich die dichtbevölkerte, industrielle Rheinprovinz, welche zuvor ihren Bedarf an Getreide aus den ostelbischen Provinzen auf dem Wasserwege durch Holland gedeckt hatte, von jetzt ab über Berlin.

Der Ausbau des Eisenbahnnetzes hatte aber auch eine Veränderung in der Form des Getreidehandels zur Folge. Denn nunmehr war der Berliner Händler nicht mehr auf die zweifelhaften Zufuhren des Abladers in der Provinz angewiesen; jetzt konnte er die grössten Quantitäten per Bahn herbeischaffen, und zwar zu jeder Jahreszeit, in viel kürzerer Zeit und mit grösserer Sicherheit. Diese grössere Unabhängigkeit des Berliner Händlers vom Ablader und Schiffer aus der Provinz fand ihren Ausdruck darin, dass der Getreidehändler in Berlin

von jetzt ab keine Vorschüsse mehr gab, kein Angeld mehr bezahlte, sondern „Schlusszettel“ ausstellte, in welchen die allgemeinen Geschäftsbedingungen abgedruckt waren. Zunächst kamen diese Schlusszettel auf für den Handel in Roggen und Hafer. Damit war aus der Form des Konnossementhandels die Form des durch die Börsenusance geregelten Lieferungsgeschäftes, des Termingeschäftes, entstanden. Die ersten Schlussscheine für das Roggentermingeschäft waren sehr einfach: sie enthielten das Quantum, gewöhnlich 1250 Scheffel, den Preis pro 25 Scheffel, das Durchschnittsgewicht (anfänglich 80, später 81 preussische Pfund per alten Scheffel), den Termin der Lieferung (Frühjahr oder Herbst), den Ort der Lieferung (Berlin frei Bollwerk) und die Bedingung, dass, wenn einer der Kontrahenten nicht pünktlich erfüllen sollte, der andre Teil berechtigt sei, den betreffenden Roggen durch einen vereideten Makler ankaufen, resp. verkaufen zu lassen. Die sonstigen Geschäftsbedingungen blieben nach wie vor der freien Vereinbarung der Parteien überlassen. Je mehr aber die Bedeutung Berlins als Getreidehandelsplatz zunahm, desto mehr Usancen wurden in dem „Schlusszettel“ kodifiziert. So wurde es z. B. üblich, dass die Vertragsparteien die Abmachung trafen, eventuelle Streitigkeiten durch ein Schiedsgericht entscheiden zu lassen; im Anfange der sechziger Jahre wurde dann das schiedsrichterliche Verfahren allgemein durch den Schlusszettel vorgeschrieben. Am wichtigsten blieb nach wie vor das Geschäft auf Lieferung im Frühjahr und im Herbst; mit der Entwickelung und dem weiteren Ausbau des Eisenbahnnetzes gewann aber auch der Handel auf die Zwischentermine mehr und mehr Boden. Zu erwähnen ist, dass das Geschäft auch nach Einführung des Terminhandels zunächst noch reines „Effektivgeschäft“ blieb. Erst in der Zeit von 1853—1855 gewann das „Differenzgeschäft“ an Bedeutung. „Nach schlechten Erntejahren war das Termingeschäft am lebhaftesten und bewegtesten. Nach einer grossen Steigerung der Preise wurde das Termingeschäft geringer und liess nach, wenn wir selbst eine gute Ernte halten“ [1]).

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2286.

Ueber die Organisation der Berliner Getreidehändler in der ersten Hälfte dieses Jahrhunderts stehen leider nur spärliche Andeutungen zu Gebote. Wir erfahren aus dem Munde des Sachverständigen Kochhann, dass anfänglich ein „korporativer Verband" nicht existierte; „ein solcher bildete sich erst in den dreissiger Jahren". Diese „Genossenschaft, die zuerst aus zehn bis zwölf Kaufleuten bestand, vergrösserte sich allmählich entsprechend der Vergrösserung Berlins". Diese „Genossenschaft" dürfte einen etwas zünftlerischen Anstrich gehabt haben; denn als um die fünfziger Jahre in der Provinz die ersten Handelsmühlen entstanden und der Berliner Vertreter der Mühlen zu Ohlau um den Eintritt in die „Genossenschaft der Berliner Getreidehändler" nachsuchte, wurde ihm derselbe verweigert, und es bedurfte der Intervention der städtischen Behörden, um demselben den Zutritt zu verschaffen [1]). Diese Genossenschaft hielt ihre „Börsen"-versammlungen in dem Hause der königlichen Porzellanmanufaktur in der Kantianstrasse ab, wo die nötigen Räumlichkeiten gemietet wurden. Ein Börsenvorstand war anfänglich nicht vorhanden; später wurde ein solcher gebildet, und dieser schuf dann „durch Verständigung mit der Gesamtheit der am Produktengeschäft beteiligten Firmen die Lieferungsbedingungen für das effektive Getreidegeschäft und für den Handel auf Zeit". „Die Aeltesten der Kaufmannschaft standen damals dem Getreidemarkt fern." „Streitigkeiten über Lieferbarkeit wurden durch Sachverständige entschieden, welche von den Interessenten gewählt und dann vom königlichen Landgericht vereidigt wurden." „Die gesetzliche Vorschrift, dass für die verschiedenen Zweige des Handels nur eine Börse bestehen durfte, führte dazu, dass, trotz der räumlichen Trennung, der Berliner Getreidemarkt für den Grossverkehr ein integrierender Teil der Berliner Börse werden musste. Unter der Leitung des Aeltestenkollegiums tagten in den fünfziger und sechziger Jahren die am Produktenhandel beteiligten Firmen, setzten dem Bedürfnis entsprechend die Lieferungs- und Geschäftsabwickelungsbedingungen fest, die dann mit Zustimmung des Aeltestenkollegiums Geltung erlangten."

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2285. 2287.

Die sechziger Jahre bilden einen Markstein in der Geschichte des deutschen Getreidehandels.

Der deutsche Landwirt konnte den wachsenden Bedarf der immer mehr zunehmenden Bevölkerung um so weniger decken, als ausgedehnte und fruchtbare Gebiete den Körnerbau aufgaben und sich der rentableren Kultur von Zuckerrüben zuwandten. Seit der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre blieb die Getreideausfuhr aus Deutschland hinter der Einfuhr zurück; dieses Verhältnis verschiebt sich in den sechziger Jahren immer mehr zu Gunsten der Einfuhr, und Ende der sechziger Jahre ist die Umwandlung Deutschlands von einem Getreideausfuhrland zu einem Getreideeinfuhrland bereits vollendete Thatsache. Dieser durch die verbesserte Technik des Verkehrswesens in einer rapiden Weise beschleunigte Entwickelungsprozess, welcher die Stellung Deutschlands auf dem Getreidemarkt von Grund aus umgestaltete, musste naturgemäss auf den Gang des deutschen Getreidehandels eine revolutionierende Wirkung ausüben. Je weniger Getreide aus Deutschland exportiert werden konnte, desto mehr verloren die Seehäfen an der Nord- und Ostsee für den deutschen Getreidehandel an Bedeutung. So erklärt sich die Thatsache, dass das Termingeschäft in Stettin im Laufe dieser Entwickelung immer mehr abnahm und jetzt fast minimal geworden ist, dass das Termingeschäft in Getreide in Hamburg immer mehr zurückging und Ende der sechziger Jahre ganz aufgegeben werden musste. Auf der andern Seite errang Berlin, begünstigt durch seine Lage als Knotenpunkt eines weitverzweigten Eisenbahnnetzes, die dominierende Stellung im deutschen Getreidehandel. Im Jahre 1868 bestanden daselbst bereits an 200 Getreidefirmen. Heute ist Berlin einer der ersten Getreidemärkte der Welt; für den Handel in Roggen ist es tonangebend für den ganzen Erdkreis.

Von den übrigen Plätzen sind besonders Mannheim und Duisburg als Sitze bedeutender Getreidefirmen zu nennen; Danzig und Königsberg sind noch von Wichtigkeit für den Export, bezw. für den Transitverkehr nach England und den nordischen Reichen; Stettin und Hamburg sinken allmählich zu Einfuhrhäfen Berlins für den Import aus Nordrussland,

bezw. aus Amerika und Südrussland herab. Die übrigen deutschen Getreidehandelsplätze sind wesentlich nur von lokaler Bedeutung.

§ 2. Heutige Technik des Getreideterminhandels.

1. Lieferungsqualität[1]).

a) Weizen. In Berlin ist Gegenstand der Lieferung: Weizen, gut, gesund, trocken, frei von Darrgeruch (Rauh- [Rivett-], Kubanka- und syrischer Weizen ausgeschlossen) und durchschnittlich 755 g pro Liter wiegend, frei Berlin (d. h. innerhalb der Berliner Weichbildgrenze vom Ende 1892).

In Stettin wird gehandelt guter, gesunder, trockener gelber Weizen mindestens von der Durchschnittsqualität der beiden letzten Erntejahre — Rauhweizen ausgeschlossen — im Minimalgewicht von 75,2 kg für den Neuscheffel, also 755 g pro Liter.

In Danzig gelten die Stettiner Usancen, und ausserdem die Bestimmung, dass wenn der gelieferte Weizen ein höheres Durchschnittsgewicht hat, hierfür eine Vergütung gezahlt werden muss.

In Köln darf der zur Lieferung gelangende Weizen nicht mehr Beimischung von Unkraut, Rade u. s. w. enthalten, als höchstens 2 %.

In Mannheim beträgt das Minimalgewicht 750 g pro Liter; ausserdem darf die Ware nicht mehr als 4 % an fremden Bestandteilen enthalten. Von der Lieferung sind ausgeschlossen ägyptischer, indischer, gedörrter Kubanka-, Rivett- und Weizen, der mehr als 6 % derartige Körner enthält.

b) Roggen. In Berlin muss geliefert werden: Roggen, gut, gesund, frei von Darrgeruch und durchschnittlich 712 g pro Liter wiegend. Dieselbe Lieferungsqualität wird an den übrigen Börsen gefordert; nur in Mannheim beträgt das Minimalgewicht bloss 700 g pro Liter.

---

[1]) Vgl. die im Handbuch der Berliner Produktenbörse aufgeführten Schlussscheinformulare.

c) Hafer. Ausser den Bedingungen „gut, gesund, trocken, frei von Darrgeruch“ wird in Mannheim ein Mindestgewicht von 430 g, in Berlin und Breslau von 450 g pro Liter verlangt.

d) Mais muss gut und gesund sein.

Zu a—d: Diese Bestimmungen der Schlussscheine über die Mindestqualität der verschiedenen Getreidesorten weisen auf eine ziemlich lange Geschichte zurück. Bevor wir diese näher ins Auge fassen, ist es nötig, einige technische Bemerkungen vorauszuschicken.

Die Qualität des Getreides hängt im wesentlichen ab von den klimatischen Verhältnissen des Bodens, auf welchem es gebaut wird, von der Witterung zur Zeit der Aussaat, des Heranwachsens und der Ernte, von dem Grade der Intensität, mit welcher der Boden bestellt wird, und endlich von der Behandlung der eingeheimsten Frucht auf dem Boden oder Speicher vor und nach dem Drusch. Ein Teil der Faktoren, welche für die Qualität des Getreides bestimmend sind, wird somit bedingt durch die menschliche Arbeit. So ist der Fortschritt der landwirtschaftlichen Technik auf die Qualität des Getreides insofern von Einfluss gewesen, als infolge der Verbesserung der Putzvorrichtungen die Reinigung des Getreides von Unkraut, Schmutz u. s. w. jetzt in viel höherem Grade möglich ist als früher. Daraus erklärt es sich auch, dass das süddeutsche Getreide ein etwas geringeres Durchschnittsgewicht hat, als das in Norddeutschland erzeugte; denn in Süddeutschland ist der Grundbesitz zersplittert, die süddeutschen Produzenten erzeugen nur kleine Quantitäten, und können dieselben nicht mit jenen mechanischen Putzvorrichtungen behandeln, deren Anschaffung für den ostelbischen Grossgrundbesitzer rentabel ist. Die andere Gruppe von Faktoren aber ist völlig unabhängig von der menschlichen Thätigkeit. Hier kommen besonders die klimatischen- und Bodenverhältnisse in Betracht. Gerade diese Faktoren sind aber weitaus die wichtigsten. Ihre Bedeutung lässt sich daraus ersehen, dass — wie die Erfahrung lehrt und neuere wissenschaftliche Versuche ergeben — die

heterogensten Getreidesorten, wenn sie auf demselben Boden gezüchtet werden, sich vollständig akklimatisieren, nach kurzer Zeit sich in der Qualität immer mehr nähern.

Die einzelnen Getreidesorten sind nun aber gegen die Einwirkung dieser ihre Qualität bestimmenden Faktoren durchaus nicht in demselben Masse empfindlich. Minder empfindlich sind Roggen und Hafer. Daher die Erscheinung, dass ausländischer Roggen und Hafer, gleichviel unter welchen klimatischen Verhältnissen gebaut, gleichviel aus welchen Ländern importiert, gegenüber den einheimischen deutschen Sorten keine besonders grossen Qualitätsunterschiede aufweisen. Weitaus empfindlicher ist dagegen Weizen. Bei diesem sind die Qualitätsunterschiede zwischen den Erzeugnissen der verschiedenen Länder und Gegenden geradezu enorm. Der deutsche Weizen ist z. B. weich; der süddeutsche viel kleberreicher als der norddeutsche; indischer ist hart und sehr reich an Kleber; Kubanka ist sehr hart, hat einen glasigen Kern; Rauhweizen ist sehr reich an Stärkegehalt, dagegen sehr arm an Kleber. Zwischen diesen Extremen bewegen sich dann die andern Sorten in ausserordentlich mannigfaltigen Abstufungen.

Die Qualität der Getreidesorten lässt sich durchaus nicht immer nach dem Durchschnittsgewicht bestimmen. Bei Hafer trifft es allerdings ziemlich zu, dass hohes Gewicht gleichbedeutend ist mit guter Qualität. Dagegen kann bei Roggen und Weizen die Qualität nicht nach dem Gewicht beurteilt werden. Indischer Weizen, gegen dessen Lieferbarkeit im Jahre 1891 heftige Angriffe gerichtet wurden, wiegt sehr schwer, der feine kalifornische Weizen dagegen hat ein geringeres Effektivgewicht. „Weizen, der 73 oder 72 kg wiegt, kann viel mehr wert sein, als derjenige, welcher 76 kg wiegt. Es hängt dies davon ab, wo der Weizen gewachsen ist, es hängt von den klimatischen Verhältnissen ab."

Bis zum Jahre 1887 war das Minimalgewicht an der Berliner Börse für Weizen 715, für Roggen 666 und für Hafer 400 g pro Liter; Rauhweizen war von der Lieferung nicht ausgeschlossen. Gegen die Lieferungsfähigkeit des Rauhweizens wurden nun seitens der Müllereiinteressenten Beschwerde geführt mit der Begründung, Rauhweizen sei zu Mahl- und Back-

zwecken völlig unverwertbar. Im Jahre 1888 kam es daher zwischen dem preussischen Handelsministerium und den Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin zu längeren Verhandlungen über die Frage, ob Rauhweizen von der Lieferung im Terminhandel ausgeschlossen werden solle oder nicht[1]. Mit Rücksicht darauf, dass Rauhweizen damals von der norddeutschen Landwirtschaft mit Vorliebe angebaut und in grossen Mengen produziert wurde, vertrat das Berliner Aeltestenkollegium anfangs die Anschauung, dass ein völliger Ausschluss des Rauhweizens von dem Handel an der Börse nicht gerechtfertigt sei und dass dementsprechend mit Rücksicht auf die heimische Landwirtschaft an den bisherigen Schlussscheinbestimmungen festgehalten werden müsse. In einem Bericht an das Handelsministerium vom 3. April 1888 schlug sodann das Aeltestenkollegium die Einführung zweier Schlussscheinformulare für den Weizenterminhandel vor: der Schlussschein A über gelben (roten) Weizen solle mit einem Vermerk versehen werden, welcher den Käufer ausdrücklich darauf hinweise, dass auf diesen Schlussschein auch Rauhweizen geliefert werden dürfe, während das Schlussscheinformular B den Vermerk erhalte: „Rauhweizen ausgeschlossen". Dem gegenüber schlug das Handelsministerium die Einführung gesonderter Schlussscheine für Rauhweizen und für die andern Weizensorten vor und beharrte hierauf, obwohl das Aeltestenkollegium sich wiederholt dagegen aussprach. In Verhandlungen, welche das Aeltestenkollegium in dieser Angelegenheit mit den Interessenten des Getreidehandels einleitete, wurde seitens der letzteren die Einführung eines Schlussscheines für Weizen jeder Farbe, Rauhweizen jedoch ausgeschlossen, gutgeheissen; dagegen fand der beabsichtigte Schlussschein für Rauhweizen allein — mit Ausschluss aller andern Weizensorten — keine Zustimmung. So sahen sich die Aeltesten genötigt, die nach Anordnung des Handelsministers zu bewirkende Fassung dieses Schlussscheinformulars selbständig vorzunehmen.

---

[1]) Cfr. Jahresbericht der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin für das Jahr 1888, S. 218; Poschinger, Fürst Bismarck als Volkswirt, Bd. III, S. 194 fg. Sachv.-Vern. S. 2338. 2339. 2525.

Gleichzeitig hiermit verlangte das Handelsministerium eine Erhöhung des im Terminhandel zulässigen Mindestgewichts, und zwar für Weizen von 715 auf 734, für Roggen von 666 auf 687 und für Hafer von 400 auf 419 g pro Liter. Auch darüber entspannen sich langwierige Verhandlungen mit dem Berliner Aeltestenkollegium. Letzteres erklärte schliesslich, das Maximum, über welches unter keinen Umständen hinausgegangen werden dürfe, sei ein Mindestgewicht von 725 g für Weizen, 678 g für Roggen und 415 g für Hafer. Durch Erlass des Handelsministers vom 12. September 1888 wurde „aus Billigkeitsrücksichten" genehmigt, dass diese von den Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin vorgeschlagenen Gewichte auf die Dauer eines Jahres zur Anwendung gebracht würden. Die in der bezeichneten Weise abgefassten neuen Schlussscheinformulare für den Berliner Getreidehandel traten am 1. Januar 1889 in Kraft.

Nunmehr suchte das Handelsministerium die gleichen Massnahmen auch an den übrigen preussischen Getreidebörsen zur Durchführung zu bringen. In einem an die Handelskammern von Danzig, Stettin, Posen und Breslau gerichteten Schreiben des Handelsministers wurde die Abänderung der bestehenden Schlussscheinbestimmungen nach dem Muster der für die Berliner Börse neu eingeführten Formulare gefordert. Die Handelskammern von Breslau und Danzig fügten sich im wesentlichen sogleich den ministeriellen Weisungen; dagegen setzten jene von Posen und Stettin den beabsichtigten Neuerungen lebhaften Widerstand entgegen. Die Opposition der Posener Handelskammer konnte auf schriftlichem Wege niedergeschlagen werden. Hartnäckiger war die Stettiner Kaufmannschaft; diese wollte sich den kategorischen Anordnungen des Handelsministeriums anfangs gar nicht fügen. Selbst die Drohung der Regierung, falls nicht nachgegeben würde, werde das Vorsteheramt der Kaufmannschaft aufgelöst und die Leitung der Börse einem Staatskommissar übertragen werden, hatte die beabsichtigte Wirkung nicht. Zur Beilegung der Differenzen wurden schliesslich seitens des Handelsministeriums Deputierte nach Stettin geschickt; in ihrer Gegenwart wurde die neue Fassung der Schlussscheinformulare in einer Generalversamm-

lung der Getreidehändler angenommen, obwohl letztere in den vom Handelsministerium proponierten Bedingungen eine Schädigung des Handels erblickte [1]).

Diese neuen Bestimmungen über die Lieferungsbedingungen blieben unabgeändert in Kraft bis 1. Januar 1893, wo dieselben eine, allerdings lediglich formale Umgestaltung erfuhren. Bis 1. Januar 1893 wurde nämlich zur Ermittelung des Mindestgewichts die sog. holländische Gewichtsschale benützt. Diese ergab aber zuweilen, je nach der Art, wie die Körner aufgeschüttet wurden, verschiedene Resultate. Seit jenem Zeitpunkt wurde ein neuer Getreideprober zur Ermittelung des Naturalgewichts eingeführt, dessen Hauptvorzug darin besteht, dass er durch eine mechanische Kippvorrichtung angeblich eine absolut sichere Wägung des Getreides ermöglicht [2]).

Die Aequivalente der Mindestgewichte auf der alten und neuen Wage sind folgende:

Mindestgewicht

für 1 l Weizen:	725 g	auf der alten Wage	=	755 g	auf der neuen Wage
für 1 l Roggen:	678 g	„ „ „ „	=	712 g	„ „ „ „
für 1 l Hafer:	415 g	„ „ „ „	=	450 g	„ „ „ „ [3]).

Hieraus erklären sich die oben mitgeteilten Ziffern für das Minimalgewicht in den neuen Schlussscheinen.

Es gilt nunmehr die Frage zu beantworten: welche Wirkungen äusserte diese Umgestaltung der Lieferungsbedingungen in den Schlussscheinformularen?

Der spezielle Schlussschein für Rauhweizen mit Ausschluss aller übrigen Weizensorten erwies sich als eine Totgeburt: es wurde kein einziges Geschäft nach diesem Schlussformulare abgeschlossen, und in den neuesten Jahrgängen des „Handbuchs der Produktenbörse“ wird es gar nicht mehr aufgeführt. Dagegen ist es unbestrittene Thatsache, dass der Anbau von Rauhweizen in Deutschland seit 1888 beträchtlich nachgelassen hat und gegenwärtig fast minimal geworden ist.

---

[1]) Poschinger a. a. O. S. 202. Sachv.-Vern. S. 2923. 2924.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2341.

[3]) Jahresbericht der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin für 1892, S. 290.

Auch die an die Erhöhung des Minimalgewichts geknüpften Erwartungen haben sich nicht erfüllt. In den Reihen der Agrarier wie im Schosse der Regierung hatte man folgendermassen argumentiert: „Wenn die Anforderungen an die Qualität der Lieferungsware sehr niedrig sind, so erweitert sich der Kreis der lieferungsfähigen Mengen, und damit sind die Verkäufer im Vorteil, während umgekehrt, wenn die Anforderungen hoch sind, der Kreis der lieferungsfähigen Ware sich begrenzt und die Käufer im Vorteil sind; kurz gesagt: geringe Lieferungsqualitäten begünstigen die Baissespekulation, hohe Lieferungsqualitäten die Haussespekulation; je höher somit die Anforderungen an die Lieferungsqualität geschraubt werden, desto günstiger wird die Position der Haussespekulation, desto mehr müssen folgerichtig die Getreidepreise in die Höhe gehen" [1]. Wie schade, dass die thatsächliche Bewegung der Getreidepreise dieses stolze Kartenhaus von Trugschlüssen über den Haufen warf! Allein es musste so kommen, und zwar deshalb, weil man vergessen hatte, in jenes Edikt über die Lieferungsqualität drei kurze Bestimmungen aufzunehmen, nämlich erstens den Befehl: „Kein Müller darf Getreide vermahlen, dessen Qualität der Mindestqualität im Terminhandel nicht wenigstens gleichkommt," zweitens den Befehl: „Die Qualität des ausländischen Getreides muss immer etwas unter der Terminqualität stehen," und drittens den Befehl: „Das im Inland erzeugte Getreide muss mindestens von der Qualität sein, welche in den Schlussscheinformularen verlangt wird."

Ueber die Folge der Erhöhung des Mindestgewichts für die einheimische Landwirtschaft äussert sich der Sachverständige Kopisch in folgender Weise: „Als vor einigen Jahren infolge Anregung der Reichsbehörde der Schlusszettel dahin geändert wurde, dass man ein höheres Effektivgewicht einführte, gestattete ich mir, darauf aufmerksam zu machen, dass diese Massregel, welche im Interesse der Landwirtschaft getroffen werden sollte, das Gegenteil erreichen würde, insofern russischer

---

[1] Sachv.-Vern. S. 2914 (Gamp). Die Worte „Käufer" und „Verkäufer" sind wohl gleichbedeutend mit „Haussier" und „Baissier" gebraucht; wollte man das nicht annehmen, so wäre die ganze Argumentation unverständlich.

Weizen und russischer Roggen schwerer als unsrer wäre. Diejenigen Lieferanten, welche genötigt waren, an der Börse ein höheres Effektivgewicht aufzubringen, waren wohl oder übel in die Notlage versetzt, wenn das inländische Getreide dieses Effektivgewicht nicht bot, ausländisches Getreide zu dem Effektivgewicht heranzuziehen gegen das Interesse der Landwirte."

Welche Rückwirkungen die erwähnten Massnahmen auf den deutschen Getreidehandel ausübten, hierüber wollen wir einige Sachverständige sprechen lassen.

Die Sachverständigen aus Berlin wissen über vorteilhafte oder nachteilige Folgen der getroffenen Neuerungen nichts zu berichten. Zum Beispiel Sachverständiger Sobernheim-Berlin [1]): „Durch die Anordnung der Regierung in Bezug auf die Erhöhung des Naturgewichts ist das Maximum dessen erreicht, was man nach dem heutigen Stande der Landwirtschaft und nach dem Normalprodukt, welches die Landwirtschaft heute dem Handel bietet, in Bezug auf das Naturgewicht fordern kann."

Anders sprechen sich die Sachverständigen aus den Seestädten an der Ostsee aus. Zum Beispiel Sachverständiger Damme aus Danzig [2]): „Als man uns ein Minimalgewicht für den inländischen Weizen vorschrieb, hat man es zuwege gebracht, dass das Termingeschäft in inländischem Weizen überhaupt totgeschlagen wurde; die Sache hörte auf. Ich will mich an das alte holländische Gewicht halten. Es war bei uns üblich das 126 Pfund-Minimalgewicht für Lieferungsware, sowohl für ausländischen wie für inländischen Weizen. Es wurde uns nun vorgeschrieben, dass wir 128 Pfund als Minimalgewicht normieren sollten. Die nächste Folge war die, dass kein Mensch darauf verkaufte, weil die inländischen Produzenten das nicht prästieren zu können glaubten. Da nun aber doch inländischer Weizen auf Lieferung einmal gehandelt werden musste und die Produzenten sich natürlich den Preis sichern wollten, so hat man es par ordre du Mufti vorgezogen, auch wenn 128 Pfund nicht vorhanden waren, so zu kontrahieren. Als es zur Liefe-

---

[1]) S. 2524.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2924.

rung kam, lieferte kein Mensch dieses Gewicht. Es blieb weiter nichts übrig, als ein Mindergewicht anzunehmen, entweder gegen Vergütung oder ohne Vergütung, weil sonst der inländische Weizen nicht zu haben gewesen wäre“ [1]). Hierzu ist zu bemerken, dass Danzig nach den Mitteilungen desselben Sachverständigen im wesentlichen auf den Export angewiesen ist; die guten und schweren Sorten werden exportiert; die leichteren über Stettin nach Berlin geschafft, damit „Unannehmlichkeiten im Auslande vermieden werden“. Aehnlich äussert sich Sachverständiger Kühnemann-Stettin: „Das Gewicht, wie es uns aufoktroyiert worden ist, halten wir im Interesse des Geschäfts und im Interesse der Landwirtschaft nicht für richtig. Die Bestimmungen, wie sie vom Handelsministerium aufgestellt worden sind, haben sich gleich im ersten Jahr in der Praxis als nicht geeignet erwiesen. Wir hatten im ersten Jahre ein ziemliches Regenjahr; es war sehr schwierig, die Qualitäten zu liefern. Was ist denn die Folge? Selbst die geringe Masse von dem Gewicht, die kontraktlich ist, wird teurer bezahlt, und der Landwirt bekommt für sein Getreide, das er unter dem wirklich normierten Mittelgewicht hat, gleich einen solchen Abschlag, dass er schier verwundert sein wird zu hören, wie es möglich war, dass eine Ware von 74 Korn mit 60, und eine Ware mit 73⁹/₁₀ mit 6—7—8 Mk. weniger bezahlt wird; das wird ihm natürlich sehr unklar sein, und das wird er schliesslich an seinem Portemonnaie fühlen, dass diese Bestimmungen, die zu seinen Gunsten erlassen worden sind, schliesslich nur zu seinem Schaden ausschlagen“ [2]).

Es erhebt sich hier die Frage: *In welchem Verhältnis steht das in den Terminschlussscheinen normierte Minimalgewicht zum Durchschnittsgewicht der in Deutschland erzeugten Getreidesorten?*

In den „statistischen Anlagen“ wird eine Zusammenstellung des Gewichts von Weizen, Roggen und Hafer aus der Ernte 1892 nach den Mitteilungen des „deutschen Landwirtschaftsrats für 1892“ mitgeteilt, welche auf Grund der durch die deutschen

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2927.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2923.

landwirtschaftlichen Zentralvereine angestellten Ermittelungen gefertigt wurde. Vorausgesetzt, dass die Methode dieser Erhebungen völlig korrekt wäre, würde dieser Zusammenstellung folgendes zu entnehmen sein:

Das Durchschnittsgewicht stellte sich

in den Jahren	bei Weizen	Roggen	Hafer	
		in Preussen		
1892	77,7	73,6	46,7	kg per Hektoliter
1891	74,5	70,0	45,7	„ „ „
1890	76,09	72,7	46,00	„ „ „
1888	75,97	72,01	47,25	„ „ „
		in den deutschen Staaten exklusive Preussen		
1892	78,4	73,6	47,1	kg per Hektoliter
1891	75,5	70,5	46,5	„ „ „
1890	75,79	72,60	47,98	„ „ „
1889	75,81	73,35	46,21	„ „ „
		im Deutschen Reich		
1892	78,0	73,6	46,0	kg per Hektoliter
1891	75,4	70,3	46,3	„ „ „

Die an den preussischen Börsen geforderten Minimalgewichte betragen in der gleichen Reduktion für Weizen 75,5, für Roggen 71,2 und für Hafer 45,0.

Hierbei ist zu erwägen, dass die 1892er Ernte sowohl quantitativ als besonders auch qualitativ ungewöhnlich günstig ansfiel.

Selbst wenn man somit die obigen Ziffern als absolut zuverlässig hinnimmt, wird man zugeben müssen, dass die derzeitigen Mindestgewichte für Termingetreide ziemlich hoch gegriffen sind, bei Weizen das richtige Mass vielleicht schon überschreiten.

Die wichtigste Frage, die bei der Darlegung der Bestimmungen über die Lieferungsqualität sich zur Beantwortung aufdrängt, ist diese: Wie eignet sich die derzeitige Lieferungsqualität für den Konsum, d. h. für Müllerei und Bäckerei?

Die Ansichten der Sachverständigen über diesen Punkt gehen weit auseinander. Zum Verständnis ihrer Aeusserungen muss darauf hingewiesen werden, dass die 1891er Getreide-

ernte in Deutschland eine Missernte war; das Getreide blieb in diesem Jahre sowohl hinsichtlich der Quantität als fast noch mehr hinsichtlich der Qualität weit hinter den durchschnittlichen Ernteergebnissen zurück. Zur Deckung des Ausfalls in der einheimischen Produktion wurde Getreide aus aller Herren Ländern herbeigeschafft; die verschiedenartigsten Landstriche und Klimate traten in jenem Jahre als Lieferanten für den deutschen Markt auf.

Da namentlich bei Weizen die inländische Ware das Börsenmindestgewicht nicht entfernt erreichte, so wurde dieselbe, um den Anforderungen der Terminqualität entsprechen zu können, mit den schwereren exotischen Sorten von häufig ganz entgegengesetzter Beschaffenheit gemischt; reine inländische Ware kam im Jahre 1891 an der Berliner Börse fast gar nicht zur Ablieferung [1]). Nach diesen Ausführungen mögen die Aeusserungen einzelner Sachverständigen Platz finden. Sachverständiger Klepper, Direktor der Ruhme-Mühle bei Northeim, erklärt [2]): „Bei Roggen dürften im allgemeinen bei der Qualität, wie sie an der Berliner Börse normiert ist, nicht so weitgehende Schädigungen für den Getreidehandel vorliegen, wie gerade bei der Normierung der Qualität für Weizen. Die Qualitätsbedingungen, wie sie für Roggen normiert sind, dürften im allgemeinen wohl den Anforderungen entsprechen können; denn sie basieren darauf, dass guter, gesunder, trockener Roggen zu liefern ist, der meines Erachtens auch ein Naturalgewicht zur Basis hat, das den Roggen zu Mahlzwecken geeignet erscheinen lässt. Etwas anders liegt es beim Weizen. Die Qualitätsnormierung für Weizen ist meines Erachtens nicht derartig, dass sie den Anforderungen, namentlich der Müller, in irgend einer Weise nur genügen könnte. Der Weizen, den man an der Berliner Börse für lieferungsfähig erklärt hat, ist vielfach, ja ich glaube weitaus in dem überwiegenden Teil der Fälle, für normale Vermahlungszwecke gar nicht geeignet gewesen. Er hat eine Qualität gezeigt, teils von hartem, teils von weichem Weizen gemischt, teils von Weizensorten, die ein

[1]) Sachv.-Vern. S. 2339. 2345.
[2]) Sachv.-Vern. S. 2711.

ganz dunkles Mehl abgaben, so dass er thatsächlich für die Erzielung einer normalen Mehlqualität absolut ungeeignet war." Der Sachverständige Meyer, Mühlenbesitzer aus Hameln, legte der Kommission 34 Proben von Weizensorten vor, welche zwar den Lieferungsbedingungen vollauf genügten, zur Mehlbereitung aber absolut nicht zu gebrauchen seien. Sodann äusserte er folgendes: „Es ist ein ganz ausserordentlicher Uebelstand für unsre grosse Mühlenindustrie, dass man an den Börsenplätzen, um die Kontraktlichkeit nach Gewicht zu erreichen, inländischen mit ausländischem Weizen vermischt. Es ist ein wahres Uebel für die Mühlenindustrie, wenn die allerhärtesten Weizen, die am Aequator gewachsen sind, mit hiesigem Weizen vermischt sind, ausserdem noch eine Menge Unreinigkeit besitzen, die man nicht herausbekommen kann, und dafür ganz bestimmte Reinigungsapparate hat jeder Müller nicht" [1]). Aehnlich bemerkt Sachverständiger Brunkow, Direktor der Stettiner Walzmühle: „Erhebliche Missstände sind bei den Lieferungsbedingungen für Roggen nicht hervorgetreten. Bei dem Weizen liegt die Sache anders. Wir haben gesehen, zu welchen Missständen es in Berlin geführt hat, dass die Schlussscheinbedingungen so kurz abgefasst sind: gut, gesund, trocken. Es hat sich hier herausgestellt, dass man auf Grund dieser Bedingungen ganz minderwertigen Weizen geliefert hat" [2]). Mit diesen Aussagen stimmt im wesentlichen überein das Gutachten des Sachverständigen Werner, Mühlenbesitzers in Neckargemünd: „Die Ware, welche in der Regel als Börsenweizen zur Ablieferung kommt, ist nicht von der Qualität, wie solche unsre Mühlen zur Vermahlung notwendig haben. Wollte ein Müller seinen Bedarf, ich will sagen zur Hälfte oder zwei Dritteln, an der Börse kaufen und beziehen, er könnte aus dem Börsenweizen keine Mahlprodukte herstellen, wie es unsre Bäcker verlangen . . . Was die Qualitätslieferungen an der Mannheimer Börse anbelangt, so möchte ich sagen, dass sie wohl etwas besser sind; sie entsprechen aber auch dort nicht den Anforderungen, die wir an eine gute Qualität stellen.

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2703. 2704.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2700.

Wohl wird der in Mannheim zur Lieferung gebrachte Weizen später auch an den Müller verkauft, aber dieser wird nur einen Teil seines Bedarfes von solchen Weizen zur allenfallsigen Vermahlung mit andern besseren Sorten kaufen" [1]. Der Sachverständige Krahmann, ebenfalls Mühlenbesitzer, sagt aus: „Ich habe Versuche gemacht und Terminware gekauft, aber so böse Erfahrungen gemacht, dass ich niemals wieder davon Gebrauch machen will. Ich machte es so, dass ich grosse Quantitäten guten Weizens dazu kaufte, und von diesem schlechten Zeug einen kleinen Zusatz vermahlte, aber ich habe ein so schlechtes Resultat erzielt, dass ich einen grossen Teil meiner Kundschaft mir verschlagen habe" [2]. Ganz ähnlich äussern sich noch mehrere andre Sachverständige. Ein Teil derselben spricht sich aber im gegenteiligen Sinne aus. So sagt z. B. Sachverständiger Hirsch aus Mannheim, Getreidehändler: „Ich kann aus eigener Erfahrung sagen, dass in Mannheim die Sorten, die zur Lieferung zugelassen sind, zu Müllereizwecken sich eignen; sie sind alle zur Müllerei übergegangen, und es ist keine Klage laut geworden" [3]. Dampfmühlenbesitzer Schütt aus Berlin erklärt: „Die Ware, die in Berlin zur Lieferung kommt und kommen muss, soll absolut gute Ware sein, und ist mindestens eine gute Durchschnittsqualität. Das weiss jeder Sachverständige, der überhaupt mit den Verhältnissen vertraut ist. Ich kann ja eben andre Beweise hier nicht führen als aus meiner so sehr langen Praxis her, wo mir, wenn ich die Ware aus dem Terminhandel beziehen kann, immerhin damit gedient ist. Wenn ich nach Börsenusance gehandelt habe, dann bin ich geschützt" [4].

Dieser auffallende Widerspruch in den Aussagen der Experten dürfte in folgender Weise zu lösen sein: Viele Weizensorten sind thatsächlich zur Vermahlung für Brotzwecke ungeeignet, dagegen anderweitig sehr gut verwendbar. So ist Rauhweizen vorzüglich geeignet zur Fabrikation von Stärke; die Weizen mit hartem glasigen Kern, wie z. B. Kubanka-

---

[1] Sachv.-Vern. S. 2469. 2541.

[2] Sachv.-Vern. S. 3021.

[3] Sachv.-Vern. S. 3061.

[4] Sachv.-Vern. S. 2869.

weizen, sind sehr gut verwendbar für die Griesmüllerei, zur Fabrikation von Maccaroni u. s. w. Der Ausschluss dieser Sorten von der Lieferbarkeit in den neuen Schlussscheinen ist daher im Interesse der Vermahlung von Brotgetreide nur zu begrüssen. Des weiteren steht fest, dass die rigorose Erhöhung des Mindestgewichts seitens des preussischen Handelsministeriums sehr häufig dazu geführt hat, dass inländischer Weizen mit schwereren ausländischen Sorten gemischt wurde, diese Mischungen von heterogenen Qualitäten aber häufig zur Gewinnung eines backfähigen Mehles sich als mehr oder weniger ungeeignet erwiesen haben. Im übrigen hängt die Beantwortung der Frage, ob gewisse Sorten von Getreide, besonders von Weizen, bezw. Mischungen von verschiedenen Sorten, zur Mehlerzeugung verwendet werden können, sehr häufig von der technischen Einrichtung der einzelnen Mühlenbetriebe und von der Behandlung des Weizens beim Vermahlen ab. In ersterer Beziehung ist gewiss, dass die Fortschritte der Mühlentechnik auch die Verwendung von minderguten Qualitäten zur Mehlgewinnung möglich gemacht haben. In letzterer Beziehung lehrt die Erfahrung, dass verschiedene Sorten bloss deshalb als für Mahlzwecke ungeeignet verschrieen waren, weil man deren Behandlung beim Vermahlen nicht kannte, und dass dieselben, nachdem man die Technik gelernt hatte, sehr beliebt wurden. Zum Belege des vorstehend Ausgeführten geben wir nochmals einigen Sachverständigen das Wort. Sachverständiger Sobernheim führt aus: „Früher, als wir erst Roggenschlussscheine hatten, fingen wir damit an, dass wir das Wörtchen „ungedarrt“ drin hatten, was den damaligen Verhältnissen entsprach, als die Verbindungen seewärts und per Eisenbahn noch nicht gekannt waren. Da haben wir das Wörtchen eingestellt, damit wurde von vornherein russischer Roggen ausgeschlossen. Am Ende der 50er Jahre, als die Verbindung mit Russland lebhafter wurde, begannen auch die Versuche, das Wörtchen „ungedarrt“ aus den Schlussscheinen herauszubringen, weil man in der Lage sein wollte, russischen Roggen zu liefern. Es war eine Aversion gegen den russischen Roggen, etwa so, wie sie teilweise gegen den Terminhandel an Nicht-Börsenplätzen gezeigt wird, allmählich lernte man die Sache und lernte die

Eigenschaften des russischen Roggens derart kennen, dass er jetzt eigentlich zu den besten Qualitäten gehört. Er ist mit der beliebteste Roggen, den sich die Müller im Augenblick wünschen." „Es hat sich sehr oft ergeben, dass die Qualität der neu gekauften Ware eine Bereicherung für unsre Müllerei gebildet hat, ich sage das besonders mit Bezug auf das Geschrei über indischen Weizen, das von Schlesien her kam, und gegen den ein offizieller und offiziöser Protest erhoben wurde. Er ist jetzt derart beliebt geworden, weil die Leute gelernt haben, ihn zu behandeln, dass er eine Bereicherung für unsre Zufuhr bildet und sehr angenehm für alle diejenigen Leute ist, die es verstehen, kleberreichen Weizen zu behandeln" [1]. Der Sachverständige Kochhann äusserte sich [2] über unsre Frage — nachdem der Vorsitzende einen Passus aus einem schriftlichen Gutachten verlesen hatte: „Es hat sich als schädlich erwiesen, dass gewisse Börsen indischen Hartweizen zur Ablieferung brachten. Dieser Weizen hat zwar das gesetzliche Börsengewicht, war aber für die Müllerei unverwendbar," — in folgender Weise: „Unter den Müllern selbst sind die Urteile über die Brauchbarkeit der verschiedenen Weizensorten noch nicht so geklärt, wie es wünschenswert wäre. Während einzelne Müller sehr gern harten Weizen kaufen, halten andre ihn zu Mahlzwecken für ungeeignet. Ich glaube, es liegt einzig und allein an der Behandlung der verschiedenen Weizensorten beim Mahlen, und diese muss ausprobiert werden. Aus meiner eigenen Erfahrung weiss ich, dass früher in der Müllerei Saalweizen anders behandelt werden musste als Uckermärker und Bromberger. Vereint wurden früher diese verschiedenen Weizenarten nicht vermahlen, aber aus Bromberger oder polnischen Weizen getrennt gezogene Mehle nachher als Mehle miteinander zu mischen, war sehr gebräuchlich, und solche gemischten Mehle gaben ein vorzügliches Gebäck. England vermahlt seit Jahrzehnten viel indischen Weizen, und wer London kennt, wird auch die Güte des englischen Weizengebäcks anerkennen" [3].

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2523 fg.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2356.

[3]) Aehnlich wird aus Amerika berichtet, dass in Minneapolis erst

2. Lieferungsquantum[1]).

Termingeschäfte in Getreide können nur abgeschlossen werden auf ein Quantum von 50 t, resp. auf ein Vielfaches dieser Quantität. Ergibt sich bei der Abnahme eines gekündigten Postens von 50 t ein Fehlgewicht bis zu 2½ t, so wird dasselbe zum Durchschnittspreise, wie dieser für den laufenden Termin am Tage der Abnahme aus der amtlichen Preisfeststellung zu ersehen ist, berechnet.

3. Lieferungsfrist.

Bis zum Inkrafttreten der neuen Schlussscheinbedingungen hatte der Verkäufer für die Lieferung eine Frist von zwei Monaten; es wurde z. B. gehandelt auf Lieferung in April-Mai, Mai-Juni, September-Oktober u. s. w.

Diese Bestimmung wurde vielfach bemängelt, besonders deshalb, weil dieselbe dem Baissier im Vergleich zum Haussier eine viel günstigere Position gewähre. Der Käufer müsse volle zwei Monate lang Kaufgeld, Speicherräume etc. zur Abnahme bereit halten.

Durch die neuen Schlussscheinbedingungen ist die Lieferungsfrist auf einen Kalendermonat beschränkt worden.

4. Ankündigung der Lieferung.

Der Verkäufer muss die Lieferung an einem ihm beliebigen Werktage innerhalb der bedungenen Frist dem Käufer durch Uebergabe eines Kündigungsscheines ankündigen. Der Kündigungsschein muss enthalten:

a) bei Lieferungen vom Kahne: Das Datum der Kündigung, den Namen des Schiffers, der auch in das an der Börse ausgelegte Verzeichnis eingetragen sein muss, die Nummer und

---

der Uebergang von der Steinmüllerei zur Walzenmüllerei die Hartweizen für Mahlzwecke brauchbar machte.

[1]) Vgl. zu 2—4: Zeitschrift für das ges. Handelsrecht, Bd. 42, S. 453 fg. (Schlussscheinformulare für den Produktenhandel an der Berliner Börse.)

den Standort des Kahnes, der dem Schiffer von dem Polizeischiffahrtsbureau als Auslade- oder Anlageort angewiesen ist, und an dem er zur Zeit der Besichtigung seitens des Empfängers bereits angekommen sein muss, den Ort der Abladung und die Menge der Ladung;

b) bei Lieferungen vom Boden: Das Datum der Kündigung, sowie genaue Bezeichnung des Postens Getreide nach Lagerraum und Menge.

Der Verkäufer hat die Wahl zwischen Lieferung vom Kahne und Lieferung vom Boden und Lieferung teilweise vom Kahne und teilweise vom Boden, doch darf die Lieferung in höchstens zwei getrennten Posten erfolgen, welche gleichzeitig angekündigt werden müssen.

Das Verfahren bei der Kündigung ist des näheren folgendes: Die Ankündigungen finden im Kündigungssaale der Börse statt. Ein Mitglied der ständigen Deputation der Produktenbörse, dessen Namen im Kündigungssaal durch Aushang bekannt gemacht wird, hat hierbei als Kündigungskommissar zu fungieren. Der Kündigungskommissar hat für die Aufrechterhaltung der Ordnung im Kündigungssaale zu sorgen, gegen Schluss der Börse die Kündigungspreise für die verschiedenen Waren festzustellen, und über alle streitigen Fälle, welche auf die Kündigung Bezug haben, nach seinem Ermessen allein oder unter Zuziehung von noch zwei Mitgliedern der ständigen Deputation endgültige Entscheidung zu treffen.

Im Behinderungsfalle wird der Kündigungsdeputierte durch ein andres Mitglied der ständigen Deputation der Produktenbörse vertreten. Der Aussteller des Kündigungsscheines hat bei der Ausreichung derselben dem Kündigungsamte eine zweite Ausfertigung zu übergeben. Dieses Duplikat bleibt bei der Registratur liegen, ohne dass auf demselben die etwaigen Giros vermerkt werden.

Die Kündigungsscheine sind in der gehörigen Form in doppelter Ausfertigung bis 12 Uhr mittags behufs Eintragung, Numerierung und Abstempelung einzureichen. Das Kündigungsverfahren beginnt erst um 12½ Uhr. In der Zwischenzeit können sich die Interessenten erkundigen, was angemeldet ist, und eventuell telegraphisch mit den Kommittenten, die ein

Interesse an der Kündigung haben könnten, in Verbindung treten. Die Kündigung findet für die einzelnen Artikel nach Massgabe einer täglich im Kündigungszimmer veröffentlichten Reihenfolge statt; an dem einen Tage wird also zuerst Spiritus, dann Roggen, dann Weizen etc., an dem andern zuerst Weizen, dann Roggen u. s. w. gekündigt. Die Kündigung dauert so lange, bis die im Umlauf befindlichen Scheine untergebracht sind, jedoch nicht länger als 20 Minuten, am Stichtage nicht länger als 30 Minuten.

Im einzelnen vollzieht sich nun die Kündigung in folgender Weise[1]: Im Kündigungssaale befinden sich zwei Reihen Tische, und zwar in einem Viereck. Um die erste Reihe stehen die Vertreter der grösseren Firmen, die am meisten im Giroverkehr zu thun haben, herum, an der zweiten Reihe die ganze Menge von kleineren Firmen. Auf einer Erhöhung in der Mitte stehen sechs bis acht Kündigungsbeamte, welche die Aufgabe haben, die Kündigungsscheine von Firma zu Firma weiter zu geben. Dem Kündigungskommissar werden nun die sämtlichen angemeldeten Kündigungsscheine übergeben. Nehmen wir nun an, einer dieser Kündigungsscheine habe folgenden Wortlaut:

Berlin, den 20. Oktober 1890.

Herrn Friedrich Maier kündige ich hiermit, nach Massgabe der Berliner Bedingungen für den Handel in Weizen auf Lieferung und der Kündigungsordnung, die Ihnen auf Oktober c. verkauften

Fünfzig Tonnen Weizen

an.

Von diesem Weizen lagern ca. 40 Tonnen im Lagerhaus der Gebr. Schöller, Ringstrasse, ca. 10 Tonnen an der Quaistrasse.

Der Schiffer Meier Nr. 5 ist mit 40 Tonnen Weizen von Stettin,

Der Schiffer Hart Nr. 9 ist mit 10 Tonnen Weizen von Hamburg

abgeladen.

Wegen Besichtigung und Abnahme ist mir an der Börse oder in meinem Comptoir Meldung zu machen.

Ergebenst

Oskar Schulze.

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2495. 2545. 2546.

Der Kündigungskommissar ruft nun:

„Herrn Friedrich Maier!" und einer der erwähnten Kündigungsdiener übergibt den Kündigungsschein dem Vertreter der genannten Firma. Aehnlich geht es mit allen übrigen für den betreffenden Tag angemeldeten und eingereichten Kündigungsscheinen.

Will nun die Firma Friedrich Maier die gekündigten 50 t Weizen in Empfang nehmen, so hat das Geschäft seine Erledigung gefunden. Aber das ist nicht der regelmässige Fall. Gewöhnlich liegt die Sache vielmehr so, dass Friedrich Maier bereits wieder verkauft hat und nicht abnehmen will. Nehmen wir an, die Firma Friedrich Maier habe den fraglichen Posten Weizen auf denselben Termin verkauft an August Müller, dieser an J. M. Bachmann, dieser an S. Kahn u. s. w. In solchen Fällen, wo ein und dasselbe Quantum durch mehrere Hände geht, von denen keine die Ware abnehmen will, kam es früher mitunter vor, dass derjenige, dem die Ware zunächst gekündigt war, also in unsrem Falle Friedrich Maier, den ihm vom Kündigungsdiener eingehändigten Kündigungsschein ganz ruhig vor sich hinlegte, obwohl er gesonnen war, die ihm gekündigten 50 t Weizen sofort an August Müller weiter zu kündigen; von den 20 Minuten, innerhalb welcher das Kündigungsverfahren erledigt sein muss, liess er vielleicht fünfzehn vorübergehen oder noch mehr, und erst in einer der letzten Minuten rief er plötzlich: „Herrn August Müller!" Dieser war vielleicht durch das Verhalten des Friedrich Maier zu dem Glauben gelangt, dieser werde die Ware selbst abnehmen und nicht an ihn weiterkündigen; er hatte vielleicht irgend welche geschäftliche Vorkehrungen getroffen, für welche ihm die Kündigung unlieb war u. s. w. Kurz, dadurch dass manche absichtlich mit dem Weiterkündigen eine Zeitlang zurückhielten, entwickelte sich in den letzten Minuten der Kündigungszeit ein hastiges Treiben von Hand zu Hand; es entstand oft grosser Lärm, an lebhaften Kündigungstagen ein „Getöse und ein Getobe, als wenn 500 Tollhäusler losgelassen worden wären".

Diesem Unfug hat man nun in den neuen Schlussscheinbedingungen zu steuern gesucht, indem man die Bestimmung

aufgenommen hat, dass derjenige, welchem gekündigt wird, sofort weiterzukündigen hat [1]).

Kehren wir zu unsrem Beispiel zurück! Nachdem der Kündigungskommissar gerufen hat: „Herrn Friedrich Maier" und diesem durch einen Kündigungsdiener den Kündigungsschein hat aushändigen lassen, gibt er genau Obacht, ob Friedrich Maier weiterkündigt. Will Friedrich Maier den Kündigungsschein weitergirieren, z. B. an August Müller, so schreibt er auf den Kündigungsschein den Vermerk: „An Herrn August Müller" und spricht dabei diesen Vermerk laut aus. Darauf übergibt ein Kündigungsdiener den so indossierten Kündigungsschein an August Müller. Dieser giriert in ähnlicher Weise weiter an J. Bachmann, dieser an S. Kahn u. s. f. Der Kündigungskommissar passt immer auf, ob jeder einzelne, dem gekündigt wird, sofort wieder weiterkündigt. Würde z. B. S. Kahn sich nicht sofort erklären, dann würde der Kündigungskommissar einfach auf den Kündigungsschein den Stempel aufdrücken: „ausser Kurs". Der so ausser Kurs gesetzte Kündigungsschein kann nicht mehr weiter giriert werden; in unsrem Beispiele müsste also S. Kahn die Ware abnehmen.

Es kann nun der Fall sein, dass der Inhaber der 50 t Weizen, in unsrem Beispiel Oskar Schulze, noch gar keinen Käufer hat. Setzen wir den Fall, es sei ihm von R. Seemann ein Angebot zu 180 gemacht worden; Schulze möchte zwar seine Ware gern los haben, aber doch einen höheren Preis erzielen und dementsprechend sich die Disposition über seine Ware noch offenhalten. In solchen Fällen ist es gebräuchlich, an sich selbst zu kündigen. Also Oskar Schulze reicht einen Kündigungsschein ein:

„Herrn Oskar Schulze kündige ich hiermit . . . . .

Ergebenst Oskar Schulze."

Kann er nun in der Zeit zwischen Einreichung des Kündigungsscheins und Kündigungsverfahren seine Ware besser verkaufen — R. Seemann steigert vielleicht sein Angebot auf 182 —, so schickt er zum Kündigungsbureau und lässt

---

[1]) Sachv.-Vern. 2545. 2546. 2550. Cfr. Poschinger a. a. O., S. 198 fg.

sich den Schein zurückgeben; wenn nicht, so bekommt er eben beim Kündigungsverfahren seinen Schein „ausser Kurs“ gesetzt wieder zurück und ist nun in derselben Lage wie zuvor [1]).

Es leuchtet ein, dass diese Möglichkeit des Kündigens „an sich selbst“ den Keim zu Missbräuchen in sich birgt; denn es kann jemand, der gar keine Ware besitzt, zum Scheine auf sich selbst kündigen. Das soll auch in der That vorkommen. Häufig aber finden solche Kündigungen an sich selbst „gerade an den Tagen statt, wo die Entscheidungen zwischen Hausse und Baisse erfolgen, am Ultimo. Da kündigen vielfach Inhaber von Waren, in der Erwartung, dass der Preis getrieben würde, an sich selbst, um nötigenfalls eingreifen zu können, um zu zeigen [2]): dann sind wir auch da, dann spielen wir auch mit.“ — „Ich sichere mir die Möglichkeit, wenn ich die Ware nicht anders los werde, sie in Zirkulation setzen zu können, oder am Ultimo sichere ich mir die Möglichkeit, wenn da etwa die Preise über die Massen getrieben werden sollten, meine Ware auch hineinzuwerfen.“

Vielfach wird behauptet, dass an der Börse Scheinkündigungen vorkämen. „Befreundete Firmen verabreden sich; es werden Kündigungsscheine ausgeschrieben, manchmal auf Grund wirklich vorhandener Ware, manchmal aber auch ganz ohne deren Vorhandensein. Diese Scheine werden an der Börse ordnungsmässig registriert und zirkulieren nun zum Schein unter den Veranstaltern des Manövers, um später, nachdem sie ihren Dienst gethan, einfach vernichtet zu werden. In den Berichten des Tages, natürlich auch in amtlichen, erscheint dann aber eine Kündigung von so und so viel tausend Zentnern, und der erwünschte Vorwand ist gefunden, um die Kundschaft zur Realisation bezw. zur Prolongation zu bewegen“ [3]).

Dass solche Manöver vorkommen können, unterliegt keinem Zweifel; ebensowenig aber, dass dieselben vollständig den Thatbestand des Betrugs aufweisen, also zu krimineller Ahndung An-

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2552 (Sachv. Sobernheim-Berlin).
[2]) Sachv.-Vern. S. 2556 (Sachv. Horwitz-Berlin).
[3]) Sachv.-Vern. S. 2552. 2555 (Gamp).

lass geben sollten [1]). Wie oft derartige Manipulationen gemacht werden, dürfte sehr schwer festzustellen sein; denn der Nachweis, dass es sich lediglich um Scheinkündigung gehandelt habe, wird in den meisten Fällen gar nicht erbracht werden können, in andern wenigstens nur sehr schwer.

Kündigungen können zurückgenommen, die Kündigungsscheine beim Kündigungsamte als zurückgehend gemeldet werden, wenn Aussteller und Inhaber des Scheines dies an dem nächsten auf die Kündigung folgenden Werktage vor 1 Uhr 30 Minuten gemeinschaftlich beantragen.

Wie ist es, wenn in unsrem Beispiele S. Kahn weiterkündigen wollte, etwa an die Firma Salomons Söhne, diese Firma aber im Kündigungssaale nicht vertreten ist oder die Annahme der Kündigung verweigert? In diesem Falle wendet sich S. Kahn an den Kündigungskommissar, dieser lässt dann mit der Glocke ein Zeichen geben und durch einen Kündigungsdiener die Firma Salomons Söhne dreimal aufrufen. Meldet sich dann niemand zur Aufnahme der Kündigung oder die aufgerufene Firma verweigert die Annahme des Kündigungsscheines, so kann die Firma S. Kahn vom Kündigungskommissar eine Bescheinigung über die geschehene Ankündigung der Ware verlangen.

5. Lieferung und Abnahme der Ware.

Nehmen wir an, in unsrem Beispiele habe sich die Kündigung von S. Kahn an Salomons Söhne, von dieser Firma an eine andre u. s. w. anstandslos vollzogen, und der Kündigungsschein sei schliesslich an die Firma Wilhelm Moser gelangt; diese Firma wolle nicht weiterkündigen, sondern die Ware abnehmen. Da Wilhelm Moser nicht weiter gekündigt hat, so hat der Kündigungskommissar auf den Kündigungsschein den Stempel „ausser Kurs“ aufgedrückt. Den Kündigungsschein in der Hand, meldet sich nun Wilhelm Moser bei Oskar Schulze und sagt: „Ich bin der letzte Giratar, zeigen Sie mir die Ware.“

---

[1]) Es ist in der That mehrmals wegen solcher Operationen zu Kriminalprozessen gekommen. Sachv.-Vern. S. 2555.

Wilhelm Moser besichtigt nun die Ware. Gefällt sie ihm, findet er sie den Lieferungsbedingungen entsprechend, dann erklärt er dies, und hat nun die Ware innerhalb acht Tagen nach erfolgter Kündigung, den Tag derselben mitgerechnet, abzunehmen und zu bezahlen. So lange die Frist noch läuft, hat der Lieferer, also Oskar Schulze, freie Lagerung und Feuerversicherung zu gewähren.

Es kann nun aber auch sein, dass Wilhelm Moser Zweifel hegt, ob die Ware den Schlussscheinbedingungen entspreche. In diesem Falle ist er berechtigt, über die vertragsmässige Beschaffenheit des gekündigten Weizens das Urteil der vereideten Sachverständigen anzurufen. Macht er von diesem Rechte Gebrauch, so muss er spätestens am nächsten Werktage nach der Ausstellung des Kündigungsscheins dem Sachverständigenamt, doch nur an der Börse, bis 1 Uhr 30 Minuten schriftliche Anzeige machen und gleiche Anzeigen bis zur selbigen Frist, ebenfalls an der Börse, sowohl dem Aussteller des Kündigungsscheines wie auch dem Kündigungsamte zugehen lassen [1]).

Bevor wir den weiteren Verlauf der Sache verfolgen, mögen einige Zwischenbemerkungen über das Institut der vereideten Sachverständigen eingeschaltet werden.

Für die Kommission der Sachverständigen waren früher unter Ausschluss aller andern Kreise lediglich die am Getreidehandel beteiligten Mitglieder der Korporation der Kaufmannschaft wahlfähig und wählbar. „Diese Sachverständigen, die aus den tüchtigsten, unparteiischsten und sachkundigsten Männern gewählt wurden, erfreuten sich des allgemeinen Vertrauens“ [2]). Gegen diese Zusammensetzung der Sachverständigenkommission wurden besonders im Jahre 1887 von agrarischer Seite Angriffe erhoben: „An der ordnungsmässigen Anwendung der Schlussscheinbestimmungen hätten nicht bloss die Börsenkreise, sondern auch Mühlenindustrie und Landwirt-

---

[1]) Schlussscheinbedingungen § 7 fg.

[2]) S. 2290. Cfr. zum Nachfolgenden Poschinger a. a. O., S. 195 fg. Sachv.-Vern. S. 2356. 2560. 2925.

schaft das wesentlichste Interesse; diesem Interesse trage jedoch die derzeitige Zusammensetzung der Sachverständigenkommission keine Rechnung; da ferner die Sachverständigen selbst am Termingeschäft ‚interessiert‘ seien, so liege die Gefahr nahe, dass dieselben bei der Begutachtung des Lieferungsgetreides durch die jeweilige Lage ihrer persönlichen Engagements sich beeinflussen liessen.“ Diese Argumentation eignete sich das preussische Handelsministerium an, und gleichzeitig mit den oben geschilderten Verhandlungen über die Lieferungsqualität wurden zwischen Handelsministerium und dem Aeltestenkollegium der Berliner Kaufmannschaft Korrespondenzen betreffend die Zusammensetzung der Sachverständigenkommission gewechselt. In einem Erlasse vom 24. Februar 1888 erachtete es der Handelsminister für geboten, „dass entweder, unter Ausschluss aller mit dem Getreidegeschäft befassten Kreise, zu Mitgliedern der Sachverständigenkommission ausschliesslich Personen gewählt werden, welche völlig ohne Interesse zur Sache sind, oder dass neben den Getreidehändlern auch den andern beteiligten Erwerbszweigen eine angemessene Mitwirkung bei der Auswahl der Sachverständigen eingeräumt wird. Im ersteren Falle würden die Sachverständigen von den Aeltesten aus der Zahl der im Getreidegeschäft bewanderten, aber bei diesem Geschäft in keiner Weise beteiligten Personen vorzuschlagen und von der kompetenten Staatsbehörde auf Zeit zu ernennen sein. Falls dagegen die Sachverständigen aus dem Kreise der Interessenten entnommen werden sollen, so erscheint die Hinzuziehung von Vertretern der Landwirtschaft, der Mühlenindustrie und der an der Verteilung zur Konsumption beteiligten Gewerbe ebenfalls geboten. Zu diesen Zwecken wird die Mitgliederzahl für die einzelnen Kommissionen allgemein auf fünf Sachverständige zu erhöhen und Fürsorge zu treffen sein, dass bei jeder Kommission zwei Mitglieder der Landwirtschaft, zwei Mitglieder dem Handelsstande und das fünfte Mitglied den distributiven Gewerben einschliesslich der Mühlenindustrie entnommen werden können“. Nachdem die Aeltesten wiederholt ihre Bedenken gegen eine derartige Zusammensetzung der Sachverständigenkommission, insbesondere gegen den Ausschluss selbst der im Lokogetreide-

geschäft thätigen Händler geäussert hatten, wurde unter dem 12. September 1888 genehmigt, „dass bis auf weiteres solche Personen, welche ausschliesslich Lokogeschäfte machen, soweit ein Bedürfnis dazu vorliegt, zu Mitgliedern der Sachverständigenkommission ernannt werden dürfen". Dies ist der jetzt noch geltende Rechtszustand. Danach werden die Sachverständigen vom Aeltestenkollegium vorgeschlagen; ausgeschlossen sind solche Personen, die sich am Getreidetermingeschäft beteiligen; die vorgeschlagenen unterliegen der Bestätigung der Regierung. Infolge dieser Bestimmungen rekrutieren sich die Sachverständigen an der Berliner Börse aus der „Unmasse" der kleinen Getreidehändler; zur Zeit gehört denselben ein Müller an. Ein Sachverständiger äussert sich dahin, dass die Aeltesten nur eine sehr geringe Zahl von geeigneten Persönlichkeiten zur Auswahl haben und „in der Zwangslage sind, Personen, die sich sonst vortrefflich dafür eigneten, fortzulassen", weil diese Personen Termingeschäfte machen.

In Berlin steht das „Gremium der vereideten Sachverständigen" unter einem aus und von dem Gremium ernannten Präsidenten. Das Handbuch der Berliner Produktenbörse für 1894 zählt 20 Sachverständige für Getreide auf. Aehnlich wie in Berlin ist das Institut der vereideten Sachverständigen an den übrigen preussischen Börsen geregelt. Nur Stettin hat ein Sonderrecht. Oben wurde erwähnt, dass Stettin sich gegen die Erhöhung des Mindestgewichts heftig gewehrt hat. Der Streit wurde schliesslich durch ein Kompromiss beigelegt: die Stettiner Kaufmannschaft nahm die Erhöhung des Mindestgewichts hin, wurde dagegen von der Durchführung der Berliner Bestimmungen in Bezug auf die Sachverständigen dispensiert. Dementsprechend werden in Stettin die Sachverständigen von der Fachkommission der Getreidehändler vorgeschlagen und vom Vorsteheramt der Kaufmannschaft bestätigt; eine Beschränkung auf Nichtterminhändler besteht nicht [1]).

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2923. 2924 (Sachv. Kühnemann-Stettin).

Kehren wir nach dieser kleinen Abschweifung zu unserm Beispiel zurück!

Setzen wir den Fall, Wilhelm Moser wolle das Urteil der Sachverständigen anrufen und habe die vorgeschriebenen Anzeigen in der gehörigen Weise eingereicht. Er hat nun die Wahl, ob er drei oder fünf Sachverständige entscheiden lassen will. Hat er seinen diesbezüglichen Antrag gestellt, so werden die drei oder fünf Sachverständigen vom Präsidenten des Sachverständigengremiums ernannt, bezw. von dessen Stellvertreter [1]). Ausgeschlossen von der Funktion im konkreten Falle sind diejenigen Sachverständigen, welche entweder Empfänger oder Ankündiger, oder mit einem dieser beiden bis zum vierten Grade verwandt sind. Die ernannten Sachverständigen haben innerhalb 24 Stunden gemeinschaftlich die Besichtigung vorzunehmen. „Früher war nun die Sache häufig so, dass ein grosses Quantum Getreide, 300 oder 400 t, auf einem Haufen lag. Da wurden durch einen einfachen Strich nach dem Augenmass 50 t abgeteilt. Jede Partie hatte ihre Bezeichnung, aber es konnten Verstellungen stattfinden mit unkontraktlicher Ware. Das ist beseitigt. Die Sachverständigen haben vorgeschrieben, dass keine Partie besichtigt wird, welche nicht ganz für sich allein lagert." Die Sachverständigen prüfen nun das Getreide, ob es den Lieferungsbedingungen entspricht, also ob es gut, gesund, trocken ist u. s. w. Zur Feststellung des Naturalgewichts wird eine (bereits oben erwähnte) Gewichtsschale benützt, welche den gewöhnlichen Aichungsvorschriften unterliegt. Ist die Besichtigung beendet, so geben die Sachverständigen nach Stimmenmehrheit ihr Urteil ab, ob die Ware lieferungsfähig sei oder nicht. Gegen die Entscheidung der Sachverständigen findet kein Rechtsmittel

---

[1]) Früher wählte jede Partei aus der Sachverständigenliste sich einen Sachverständigen aus, selbstverständlich immer nur den, von dem sie glaubte, er würde für sie am besten judizieren. Die beiden Sachverständigen wählten dann unter sich einen Obmann. Dieser hatte dann faktisch die Entscheidung allein in seiner Hand. „Man sagte, da könnte man ja den Obmann auswürfeln." Aus diesen Gründen wurde in den neuen Schlussscheinen das obige Verfahren vorgesehen. Sachv.-Vern. S. 2538 (Frentzel).

Platz. Die Gebühren für die Begutachtung des zu einem Kündigungsschein gehörigen Postens (bis zu 50 t) betragen — einschliesslich barer Auslagen, aber ausschliesslich der Kosten der Gewichtsermittelung — 15 bezw. 25 Mk., je nachdem drei oder fünf Sachverständige bei der Entscheidung mitgewirkt haben. Die Gebühren sind, falls der Weizen für nicht lieferbar erklärt wird, vom Ankündiger, im entgegengesetzten Falle vom Empfänger zu erlegen, also in unserm Beispiele in ersterem Falle von Oskar Schulze, in letzterem von Wilhelm Moser. Ist die Ware für lieferbar erklärt, so ist der Empfänger Wilhelm Moser verpflichtet, innerhalb der vorschriftsmässigen Frist von acht Tagen nach erfolgter Kündigung dieselbe abzunehmen. Ist dagegen die Ware für nicht lieferbar erklärt, so hat Wilhelm Moser als Empfänger das Recht, dieselbe zu einem Minderwert abzunehmen, welcher alsdann von den Sachverständigen festzusetzen ist; er muss aber bis spätestens 12¼ Uhr an der auf die Besichtigung unmittelbar folgenden Börse dem Lieferer Oskar Schulze oder schriftlich beim Kündigungsamte erklären, dass er von diesem Rechte Gebrauch machen will. Ist das nicht der Fall, so ist das ganze Kündigungsverfahren als nicht geschehen zu betrachten.

Es war früher ein gewöhnliches Mittel der Baissiers, derartige für unkontraktlich erklärte Ware unmittelbar wieder zur Kündigung zu verwenden. Diesem Missbrauch hat man einen Riegel vorgeschoben durch die Bestimmung, dass ein für nicht lieferbar erklärter Posten vor Ablauf von sieben Kalendertagen nach der die Lieferbarkeit absprechenden Erklärung nicht von neuem zur Kündigung gebracht werden darf, es sei denn, dass eine Kommission von drei Sachverständigen durch Mehrheitsbeschluss bescheinigt, der Posten sei lieferungsfähig geworden. Durch die ziemlich beträchtlichen Kosten, welche die Bearbeitung der Ware, Lagerhausmiete, Versicherungsgebühren u. s. w. machen, dürfte das erwähnte Manöver in der That fast unmöglich geworden sein [1]. Der Empfänger eines dergestalt wieder angekündigten Postens kann

[1] Sachv.-Vern. S. 2554. Poschinger a. a. O., S. 195 fg.

über die Lieferbarkeit desselben wiederum das Urteil der Sachverständigen anrufen.

Wie hat sich das Institut der Sachverständigen in der Praxis bewährt?

Im Laufe des Jahres 1887 waren mehrfach Angriffe gegen dasselbe erhoben worden; infolgedessen legten die sämtlichen Sachverständigen ihr Amt nieder, wurden jedoch in der Generalversammlung der Interessenten fast einstimmig wiedergewählt [1]. Dann kamen die veränderten Bestimmungen über die Wahl derselben. Aber auch nach Inkrafttreten desselben blieben die Angriffe nicht aus. Besonders im Jahre 1892 wurde der Vorwurf erhoben, dass die Sachverständigen bei der Beurteilung zu milde verführen, besonders bei Weizen. Nach amtlichem Bericht [2]) stellt sich jedoch die Sache wie folgt: Die Sachverständigen der Berliner Produktenbörse besichtigten und erklärten für

	lieferbar	unlieferbar	lieferbar	unlieferbar
	Weizen		Roggen	
1890	26 800	13 200	36 850	15 500
1891	55 500	19 900	8 450	2 100
1892	18 050	47 000	38 800	23 200

Danach wurden 1892 72¼ % des besichtigten Weizens für unlieferbar erklärt. Berücksichtigt man das und zieht man ferner in Erwägung, dass aus den beteiligten Kreisen den Sachverständigen überwiegend sehr grosses Vertrauen entgegengebracht wird, so dürfte zu sagen sein, dass die erhobenen Angriffe nicht auf den Leichtsinn oder die Unkenntnis, mangelhafte Sorgfalt u. s. w. der Sachverständigen zurückzuführen sind, sondern lediglich in der Beurteilung der Lieferungsqualität überhaupt ihren Grund haben.

An den übrigen Börsen sind über die Funktion der Sachverständigen keine Klagen laut geworden.

---

[1]) Cfr. Jahresbericht der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin für 1887, S. 205.

[2]) Jahresbericht der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin für 1892, S. 64. Statistische Anlagen S. 340 fg.

6. Abrechnung unter den Beteiligten.

Setzen wir den Fall: A habe 50 t Weizen verkauft an B zu 180, B an C zu 183, C an D zu 185, D an E zu 176, E an F zu 189, F an G zu 178, G an H zu 184; dann habe A gekündigt an B, B an C u. s. w., und H habe schliesslich die Ware abgenommen.

Es besteht in den Schlussscheinen die Bestimmung, dass das verkaufte Getreide effektiv geliefert werden müsse gegen Zug um Zug zu leistende Barzahlung des bedungenen Preises. Wie rechnen nun die Beteiligten unter sich ab?

An sich wäre die nächstliegende Art der Abrechnung die, dass B an A 180 zahlt, C an B 183, D an C 185 u. s. w. Diese Art der Abrechnung, wonach also direkt von Firma zu Firma abgerechnet wird, ist jetzt noch an allen Börsen mit Ausnahme Berlins gebräuchlich. Das erklärt sich aus der verhältnismässig unbedeutenden Zahl von Terminschlüssen, welche an den übrigen Börsen, auch in Danzig, Stettin und Breslau gemacht werden, und sodann daraus, dass an diesen Börsen das Termingeschäft wesentlich Effektivgeschäft ist. In Stettin ist eine Erleichterung der Abrechnung insofern geschaffen, als dieselbe dort an der Börse in einem bestimmten Lokal vorgenommen wird.

An der Berliner Börse hat dieser Abrechnungsmodus sich im Laufe der Zeit als zu primitiv erwiesen und zu verschiedenen Missständen Anlass gegeben. Hierüber sei den Ausführungen des Kommissionsmitglieds Frentzel folgendes entnommen: „Derjenige, der eine Ware lieferte, die er auf Termin verkauft hatte, stellte früher den Kündigungsschein aus zu seinem Preise. Wenn dann derjenige, der diesen Schein empfing, weiterkündigte, so schrieb er auf den Kündigungsschein: Diesen Roggen liefere ich dem Dritten ab auf einen andern Schluss und zu einem andern Preis; ähnlich machte es dieser Dritte, ein Vierter u. s. w. Auf diese Weise bekam man eine Tafel, da stand darauf: Der eine hat zu diesem verkauft, zu

[1]) Sachv.-Vern. S. 2145.

diesem Preise gekauft und so fort für jeden Beteiligten einzeln. Nun sollten die untereinander ihre Differenz ordnen. Das war ein rechnerisch höchst schwieriger Vorgang. Aber das war es nicht allein, sondern derjenige, der zu einem hohen Preis verkauft hatte und der nun einen solchen Schein ausgeschrieben hatte, konnte, ohne dass er es selbst wollte, seine Hinterleute dadurch in ein Risiko von Belang bringen, dass er mit einemmal diesen Schein zur Abnahme bekam — nehmen Sie einmal an. bei einer Differenz von 100 Mk. — zu einem Preis, der 100 Mk. teurer war als der augenblickliche Tagespreis, und während einer das Geschäft erst in dem Augenblick gemacht hat, trat er mit demjenigen, der ihm den Schein gab, plötzlich in ein Risiko von 100 Mk. per Einheit. Auf diese Art sind Verluste vorgekommen: der Betreffende gab den Schein weiter, und wie es zum Bezahlen kam, bezahlte er nicht, und nun kam jemand in diese Rechtsverhältnisse hinein, der eigentlich mit dem Mann gar kein längeres Kreditverhältnis haben wollte. Derjenige, der ursprünglich zu dem hohen Preise verkauft hatte und nun seine Ware nicht mehr los wurde, weil sein Kontrahent insolvent war, musste natürlich die Gefahr tragen, aber doch nicht ein Dritter, dem das hier eigentlich in die Schuhe geschoben wurde."

Aus diesen Gründen wurde folgender Modus der Abrechnung eingeführt: Der Kündigungskommissar setzt einen Abrechnungspreis fest, und zwar nimmt er als solchen in der Regel den Durchschnitt zwischen dem höchsten und dem niedrigsten Preis auf den laufenden Termin, wobei jedoch künstliche Bruchrechnungen vermieden werden. Nach diesem Kündigungspreis wird dann unter den Beteiligten abgerechnet [1]). Nehmen wir an, in unserm Beispiele sei als Kündigungspreis 182 festgesetzt. Dieser Kündigungspreis von 182 wird nun dem Ankündiger A gutgeschrieben, während das Conto des Empfängers H mit demselben belastet wird. Dann werden die sämtlichen Kaufs- und Verkaufspreise zu diesem Kündigungspreise in Beziehung gesetzt und auf dem Conto jedes einzelnen Kontrahenten der Ueberschuss des Abrechnungspreises

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2145.

über den Kaufpreis und der Ueberschuss des Verkaufspreises über den Abrechnungspreis positiv, der Ueberschuss des Kaufpreises über den Abrechnungspreis und der Ueberschuss des Abrechnungspreises über den Verkaufspreis dagegen negativ eingetragen. Wenden wir diese Regeln auf unser obiges Beispiel an, so gestaltet sich die Abrechnung wie folgt:

Kündigungspreis 182.

A	B	C	D	E	F	G	H
+ 182	+ 2	− 1	− 3	+ 6	− 7	+ 4	− 182
− 2	+ 1	+ 3	− 6	+ 7	− 4	+ 3	− 2
+ 180	+ 3	+ 2	− 9	+ 13	− 11	+ 6	− 184.

Rechnet man die sich auf diese Weise ergebenden Grössen zusammen, so ergibt sich:

Zu bezahlen haben H 184, F 11, D 9, zusammen 204.
Zu bekommen haben A 180, B 3, C 2, E 13, G 6, zusammen 204.

Wie man sieht, ist das Ergebnis genau dasselbe wie bei der Abrechnung von Firma zu Firma. Aber die Abrechnung auf Grund eines Kündigungspreises ist zunächst rechnerisch viel einfacher, sie bringt ferner den Umfang der Haftung der verschiedenen Kontrahenten im Falle der Insolvenz eines unter ihnen viel anschaulicher zum Ausdruck und erspart endlich einen unnötigen Geldumlauf.

Ist die Ware abgenommen und die Ausgleichung des Preisunterschieds zwischen Vertrags- und Kündigungspreis bar erfolgt oder der Kündigungsschein in andrer Weise erledigt worden, so muss der Aussteller des Kündigungsscheines, sobald dies geschehen ist, dem Kündigungsamt eine schriftliche Anzeige hiervon erstatten[1]). Diese Meldung wird dann vom Kündigungsamt durch Anschlag im Kündigungssaal veröffentlicht, und zwar, da die Kündigungsscheine numeriert sind, in folgender Weise: „Nummer 356 ist in Ordnung."

Ist die Kündigung aus irgend einem Grunde — etwa weil der Kündigungsschein eine der oben genannten Angaben, z. B. des Kündigungsdatums, nicht enthält oder aber die Ware für

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2549. Kündigungsordnung § 5.

unkontraktlich erklärt und vom Empfänger nicht zum Minderwert abgenommen wurde — als nicht erfolgt anzusehen, so lässt das Kündigungsamt im Kündigungssaal den Anschlag anbringen: „Nummer . . . ist nicht in Ordnung.“

Sollte die Anzeige seitens des Ankündigers unterblieben sein, so ist gleichwohl der Kündigungsdeputierte berechtigt, den Anschlag über endgültige Erledigung des Kündigungsscheines zu veranlassen, falls ihm in glaubhafter Weise nachgewiesen wird, dass die Erledigung des Kündigungsscheines stattgefunden habe [1]).

7. Zwangsregulierung bei Verzug [2]).

Der Verzug des einen Kontrahenten berechtigt den andern Kontrahenten nicht zum Rücktritt vom Vertrag.

Ist der Käufer mit der Abnahme im Verzug, so ist der Verkäufer berechtigt, die Ware am Tage nach der letzten Abnahmefrist an der Börse durch einen vereideten Makler für Rechnung des Käufers verkaufen zu lassen. Ist der Verkäufer mit der Lieferung im Verzug, so kann der Käufer nach seiner Wahl entweder die Ware für Rechnung des Verkäufers durch einen vereideten Makler bestmöglichst spätestens am nächsten Werktage nach dem letzten Erfüllungstage ankaufen lassen oder dem Verkäufer den Preisunterschied zwischen dem Vertragspreise und dem amtlich festgesetzten Durchschnittspreise des letzten Werktags der Lieferungsfrist berechnen.

Die aus der Zwangsregulierung sich ergebende Forderung ist unter Berücksichtigung etwaiger Portoauslagen und Stempel sofort zu begleichen.

Von welchem Recht der Käufer Gebrauch gemacht hat, muss er dem Verkäufer spätestens am nächsten Werktage nach Ablauf der Lieferungsfrist anzeigen. Die überwiegende Geschäftspraxis ist die, dass der Käufer nicht von seinem Rechte des bestmöglichen Ankaufs der Ware Gebrauch macht, sondern zum amtlich festgesetzten Durchschnittspreise reguliert.

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2549. Kündigungsordnung § 5, Abs. 1. 2.

[2]) Schlussscheinbedingungen § 11. 12. 13.

Diese Form der Zwangsregulierung hat sich als zweckmässig erwiesen [1]).

8. Zwangsregulierung bei Zahlungseinstellung.

Stellt einer der beiden Vertragsschliessenden seine Zahlungen ein, so soll der vereinbarte Lieferungstermin augenblicklich abgelaufen und der Erfüllungstag sofort eingetreten sein. Beide Teile müssen sich alsdann unwiderruflich der Preisbestimmung unterwerfen, welche an derjenigen Börse, vor bezw. während welcher die Zahlungseinstellung sich erwiesen hat oder bekannt geworden ist, nach dem Durchschnitt der amtlichen Preisfeststellung für den im Vertrage bedungenen Lieferungstermin festgesetzt ist. Der zur Erfüllung bereite Teil ist berechtigt, die üblichen Sätze für Courtage und Stempel zu berechnen.

Die Zahlungseinstellung gilt schon dann als eingetreten, wenn Umstände vorliegen, aus denen erhellt, dass der Verpflichtete sich im Zustande der Zahlungsunfähigkeit befindet, z. B. wenn der Verpflichtete gerichtlich oder aussergerichtlich Zahlungsfrist nachsucht. Eine später etwa erfolgte Eröffnung des gerichtlichen Konkurses macht eine derartige Regulierung nicht rückgängig.

9. Das Schiedsgericht und das Verfahren vor demselben.

An allen Börsen ist gegenwärtig in den Schlussschein die Bestimmung aufgenommen, dass alle aus dem Vertrag sich ergebenden Streitigkeiten durch ein Schiedsgericht entschieden werden. Der innere Grund der Einführung dieser Börsenschiedsgerichte liegt in der langsamen Rechtsprechung der ordentlichen Gerichte. „Der Handel,“ so äussert sich ein Sachverständiger [2]), „kann eine lange Verzögerung, wie sie bei den

---

[1]) Anders, aber etwas dunkel und von zweifellos falschen juristischen Anschauungen ausgehend: Sachv. Robinow-Hamburg S. 2357 fg.

[2]) Sachv. Horwitz-Hamburg, Sachv.-Vern. S. 2533.

ordentlichen Gerichten unvermeidlich ist, nicht gut vertragen. Ihm kommt es, ich möchte sagen, weniger darauf an, dass auch ein materielles Unrecht mit unterläuft. Im grossen und ganzen ist der Nutzen so bedeutend, dass er auch das mit hinnehmen kann, zumal wenn man sich sagen muss, dass derartige Vorkommnisse bei den ordentlichen Gerichten auch nicht so unerhört selten sind." Faktisch dienen die Schiedsgerichte vornehmlich auch zur Umgehung der neueren Judikatur des Reichsgerichts über den Differenzeinwand [1]).

In Breslau [2]) wird nach einem Turnus alle zwei Monate aus den 24 Mitgliedern der Handelskammer und den 12 Mitgliedern der Börsenkommission vom Vorsitzenden der Handelskammer der dritte Teil zu Schiedsrichtern ausgewählt. Aus dieser Liste wählt zunächst der Kläger einen Schiedsrichter, sendet sie dann dem Beklagten ein mit der Aufforderung, ebenfalls einen zu wählen. Diese beiden wählen dann einen dritten zum Obmann. Als Protokollführer hat das Schiedsgericht einen Richter oder Rechtsanwalt mit beratender Stimme. Im übrigen ist die Zuziehung eines Anwalts seitens der Beteiligten fakultativ.

In Stettin [3]) wählen die Mitglieder der kaufmännischen Korporation 24 Schiedsrichter, von denen 6 Juristen mit Richterqualität sein müssen. Für jeden Streitfall ernennen die Vorsteher der Kaufmannschaft 5 bezw. 7 Schiedsrichter, je nachdem das Objekt bis zu 1500 Mk. beträgt oder diesen Betrag übersteigt. Die Mehrzahl der in concreto fungierenden Schiedsrichter müssen Kaufleute sein.

Diese Schiedsgerichte haben sich nach den übereinstimmenden Aussagen der Sachverständigen sehr bewährt; ebenso dasjenige in Danzig, über dessen Zusammensetzung im übrigen Angaben fehlen.

In Berlin war bis zur Einführung der neuen Schlussscheine ein ähnliches Verfahren üblich. Ein Sachverständiger bemerkt [4]), die von den Parteien gewählten Schiedsrichter hätten sich in

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2530. 2531 (Sachv. Sobernheim).

[2]) Sachv.-Vern. S. 2694. Die hauptsächlichsten Börsen S. 22.

[3]) Sachv.-Vern. S. 2924 (Sachv. Kühnemann-Stettin).

[4]) Sachv.-Vern. S. 2533 (Sachv. Horwitz-Hamburg).

der Praxis fast immer als Parteianwälte herausgestellt. Das jetzt für Berlin geltende Recht ist folgendes[1]: Die Schiedsrichter werden in einer von den Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft berufenen Generalversammlung der korporierten Mitglieder der Produktenbörse auf drei Jahre gewählt. Die Namen der gewählten Schiedsrichter sind durch Aushang an der Börse bekannt zu machen. Zur Zeit sind es ungefähr 20 Schiedsrichter. Diejenige Partei, welche einen Streit zur Entscheidung bringen will, hat eine Klageschrift in zweifacher Ausfertigung an das Bureau des Aeltestenkollegiums mit dem Antrage auf Bestellung des Schiedsgerichts zu richten. Der Präsident des Aeltestenkollegiums bezw. dessen Stellvertreter ernennt alsdann drei Schiedsrichter, von denen der älteste die Leitung des weiteren Verfahrens übernimmt. Jeder Schiedsrichter kann aus denselben Gründen und unter denselben Voraussetzungen abgelehnt werden, welche zur Ablehnung eines Richters berechtigen. Wenn ein Schiedsrichter die Uebernahme des Schiedsrichteramtes ablehnt oder an der Ausübung desselben aus irgend einem Grunde behindert ist, so wird ein Ersatzmann durch den Präsidenten des Aeltestenkollegiums oder dessen Stellvertreter bestimmt. Das Schiedsgericht entscheidet selbst über seine Zuständigkeit. Zuziehung eines Rechtsbeistandes war in Berlin schon vor Erlass der neuen Schlussscheine obligatorisch. Gegen die Entscheidungen der Schiedsgerichte gibt es an keiner Börse Rechtsmittel.

§ 3. **Beteiligung am Getreidetermingeschäft.**

Die überwiegende Mehrzahl der Geschäftsabschlüsse an den Getreideterminbörsen entfällt auf die I m p o r t e u r e.

Solide Importhäuser treten im Auslande erst dann als Käufer auf, wenn sie sich durch entsprechende Verkäufe an der Terminbörse gegen Preisschwankungen versichern können.

Zum Beispiel: ein Berliner Importeur erhält von einem Petersburger Agenten Mitte März eine Depesche, in welcher ihm

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2534. 2536. Schlussscheinbedingungen § 15.

10000 Wispel Roggen zum Preise von 115 angeboten werden; nehmen wir an, dieselben könnten bis Anfang September auf dem Wasserwege nach Stettin geliefert werden. Der Importeur in Berlin ist vielleicht auf Grund verschiedener Umstände, besonders wegen der ungünstigen Nachrichten über den Stand der inländischen Saaten, der Ansicht, dass der Preis von 115 für die angebotene Ware ein sehr billiger sei. Allein auf diese subjektive Meinung hin schliesst er als vorsichtiger Geschäftsmann mit dem Petersburger Agenten nicht ab. Er berechnet sich vielmehr seine Spesen und sucht sich dann an der Börse einen Käufer für 10000 Wispel Roggen, lieferbar im September.

Nur dann, wenn er dieses Quantum zu einem Preise losschlagen kann, der ihm gegenüber dem offerierten Kurse von 115 einen genügenden Geschäftsgewinn abwirft, nur dann schliesst er mit dem Petersburger Agenten ab. Wenn er aber die 10000 Wispel an der Berliner Börse auf Lieferung im September verkauft, so will er damit natürlich nicht die Verpflichtung übernehmen, seinen Roggen unter allen Umständen in Berlin zur Ablieferung zu bringen; ja er hat gar nicht die Absicht das zu thun. Die Terminbörse ist ihm lediglich eine Assekuranzanstalt, die ihm das Risiko eines Preisrückgangs abnimmt; der Schlussschein, welcher über den Verkauf auf den Septembertermin ausgestellt wird, ist seine Versicherungspolice. Da er sich gegen einen Preissturz gesichert hat, so kann er nun ruhig abwarten, welchen Verlauf die Roggenpreise nehmen werden. Er offeriert nun die gekauften 10000 Wispel an verschiedenen Plätzen. Wird es für ihn vorteilhafter, seine Ware in Sachsen, in der Rheinprovinz, in Dänemark u. s. w. zu verwerten, so lässt er sie dort abladen und kauft an der Berliner Börse das verkaufte Quantum zurück.

Genau in derselben Weise und zu demselben Zwecke beteiligen sich am Termingeschäft die Provinzhändler, welche das Getreide von den Gutsbesitzern zusammenkaufen, wenigstens in den Gegenden, wo der Grossgrundbesitz überwiegt. Hier kann mancher Gutsbesitzer ein Quantum von 50 t — die geringste im Terminhandel zulässige Menge — abgeben, und muss der Händler oft auch die Ernte von zwei oder drei Gütern zusammennehmen, um das Terminquantum zu bekommen, so

ist er doch ziemlich sicher, nur Ware von gleicher Qualität zu erhalten. Der Verkauf auf Termin an der Börse erfolgt auch seitens des Provinzhändlers nicht in der Absicht, seine Ware wirklich an der Börse abzuliefern, sondern nur zur Sicherung gegen eine rückläufige Bewegung der Getreidepreise. Findet daher der Händler später Gelegenheit, das von den Landwirten gekaufte Getreide lohnender zu verwerten, so benutzt er diese, das Engagement an der Terminbörse aber erledigt er dadurch, dass er das auf Termin verkaufte Quantum zurückkauft. Das Termingeschäft ermöglicht es ihm, jegliches Risiko der Preisschwankungen von sich abzuwälzen. Selbst die Händler am Sitze einer Terminbörse benutzen in dieser Weise den Berliner Terminmarkt: ein Sachverständiger aus Stettin, welches doch nach Berlin und Danzig ziemlich der bedeutendste Getreideterminmarkt Deutschlands ist, bemerkt, das Geschäft, das für Stettiner Rechnung in Berlin gemacht werde, sei jedenfalls grösser als das Geschäft in Stettin.

Bei der Beteiligung der Getreidehändler am Terminhandel ist besonders in Erwägung zu ziehen, welch kolossale Quantitäten vom deutschen Getreidehandel umgesetzt, namentlich importiert werden, und wie verhältnismässig wenig hiervon nach Berlin gelangt. Im Durchschnitt der Jahre 1887—1892 haben wir an Weizen und Roggen jährlich ungefähr 25 Millionen Zentner importiert; wir haben in Deutschland Importfirmen, die jährlich mehrere Millionen Mark für Getreidezoll bezahlen; dagegen laufen durchschnittlich jährlich nur ca. 5—6 Millionen Zentner an der Berliner Terminbörse in Kündigung um, also ungefähr ein Viertel des gesamten Imports. Nach den Aussagen der Sachverständigen ist die Annahme gerechtfertigt, dass für den grössten Teil des Imports die Berliner Terminbörse als Versicherungsanstalt gegen Preisschwankungen benutzt wird. Da nun nach den Angaben mehrerer Experten jeder Kündigungsschein durchschnittlich 20—30 Giros trägt, d. h. von 20—30 Termingeschäften eines durch effektive Lieferung in Berlin erledigt wird, so muss angenommen werden, dass ungefähr ein Sechstel bis ein Fünftel der in Berlin abgeschlossenen Getreidetermingeschäfte auf Rechnung der Importeure zu setzen sind. Schliesst man von der Beteiligung der Importeure auf die der

binnenländischen Getreidegrosshändler, so erscheint es als wahrscheinlich, dass weitaus der überwiegende Teil der Terminengagements von Getreidehändlern eingegangen wird. Allein auch in den Reihen der Getreidehändler finden sich viele Gegner des Terminhandels, und zwar aus leicht ersichtlichen Gründen. Einmal stehen verschiedene grosse Getreidefirmen in der Provinz dem Termingeschäft feindlich gegenüber: an ihrem Sitz ist keine Terminbörse; wenn sie also die Vorteile, die der Terminmarkt bietet, sich nicht entgehen lassen wollen, müssen sie die Thätigkeit eines Berliner Kommissionsgeschäftes in Anspruch nehmen; die Provisionen, welche diese Kommissionshäuser für ihre Vermittelung verlangen, sind zwar sehr gering, bedeuten aber immerhin eine Erhöhung der Geschäftsspesen; sodann können diese Händler in der Provinz das weitverzweigte Getriebe des Termingeschäftes nicht so übersehen, wie die Firmen in Berlin oder überhaupt am Sitze einer Terminbörse.

Der Standpunkt dieser grossen Getreidefirmen in der Provinz kam in den Verhandlungen der Börsenenquetekommission genügend zum Ausdruck. Dagegen fand eine andre Figur nicht die geringste Beachtung, welche wohl ein grösseres Interesse verdient hätte: nämlich der kleine Getreidehändler in den Gegenden des mittleren und kleinbäuerlichen Grundbesitzes. Bis in die 70er Jahre hatten diese kleinen Getreidehändler, welche das Getreide von den Bauern der Umgegend aufkauften, um es an Müller oder an die Händler in den grösseren Städten weiter zu veräussern, gewiss ihre goldenen Tage. Der Markt war leicht übersehbar, weil eng begrenzt, eine fremde Konkurrenz fast gar nicht zu fürchten: man konnte mit geringem Kapital und ohne besondere kaufmännische Intelligenz sicheren und keineswegs unbedeutenden Gewinn machen. Auch der Ausbau des Eisenbahnnetzes im Inlande hatte hierin keine Veränderung gebracht: denn der Markt war nach wie vor so ziemlich der gleiche geblieben. Anders wurde es, als die russische, amerikanische und indische Landwirtschaft der einheimischen Konkurrenz machten. Aus dem lokalen Markte wurde in unverhältnismässig kurzer Zeit ein Weltmarkt, dessen Getriebe der kleine Getreidehändler nicht mehr übersehen kann. Zur Sicherung gegen Preisschwankungen kann er den Terminmarkt nicht benützen; denn sein

ganzer Jahresumsatz ist oft nicht grösser als 100, 200 t. Kauft er aber das Getreide von den Bauern zusammen, so trägt er das ganze Risiko der Preisbewegung. Was ist die Folge? Dieser kleine Getreidehändlerstand stirbt allmählich aus; jede bedeutendere rückgängige Konjunktur, welche etwas unerwartet kommt, vernichtet Dutzende solcher Existenzen. Kein Wunder, dass in diesem Stande ein tiefer Hass gegen die Terminbörse verbreitet ist. Allerdings äussert sich dieser Hass nicht in Eingaben und Petitionen an Handelsministerien und Volksvertretungen; denn diese kleinen Getreidehändler sind nicht organisiert; sie sind nicht vertreten in Handelskammern und kaufmännischen Korporationen.

Beteiligen sich die Müller am Termingeschäft? Hier sei darauf hingewiesen, dass an der Berliner Börse auch ein Termingeschäft in Roggenmehl besteht, welches nach den Mitteilungen eines Sachverständigen zu Zeiten sehr bedeutend ist. Lieferungsquantum ist 300 Sack zu je 100 kg Brutto; hiervon muss die Hälfte Nr. 0 und die andre Hälfte Nr. 1 sein. An andern Plätzen, besonders in Mannheim, hat sich ein bedeutender Lieferungshandel in Weizenmehl ausgebildet.

Die Aussagen fast aller Sachverständigen stimmen darin überein, dass sich die grösseren Handelsmühlen am Termingeschäft direkt beteiligen müssen, wenn sie ihren Betrieb planmässig leiten wollen. Die Art dieser Beteiligung ist selbstverständlich je nach der Geschäftslage eine sehr verschiedene.

Hat der Müller Mehl auf Lieferung verkauft, so kauft er gleichzeitig Getreide auf Termin ein; hat er Getreide auf Lieferung gekauft, so verkauft er auf Termin Mehl. Wenn aber der Mehlabsatz stockt und Getreide auf spätere Lieferung nicht zu haben ist, so kauft er auf Termin Getreide und verkauft auf Termin Mehl.

Gemeinschaftliche Voraussetzung aller dieser drei Fälle ist, dass der Unterschied zwischen Getreideankaufspreis und Mehlverkaufspreis dem Müller einen Fabrikationsgewinn lässt.

Der Müller nimmt aber das im Termin gekaufte Getreide nicht immer effektiv ab, so wenig er das auf Termin verkaufte Mehl immer effektiv liefert; ja er hat primär nicht einmal die Absicht, das zu thun; er will sich durch die Benützung des

Terminmarktes nur einen Fabrikationsgewinn sichern[1]). Die effektive Abnahme des im Termin gekauften Getreides, wie die effektive Lieferung des auf Termin verkauften Mehls sind nur eine Art ultimum refugium für ihn, welches er nur dann aufsucht, wenn sich nicht anderweitig eine günstige Ankaufsgelegenheit für Getreide, resp. Verkaufsgelegenheit für Mehl bietet. Daraus erklärt sich die Thatsache, dass bei weitem die überwiegende Zahl dieser von Müllern eingegangenen Termingeschäfte durch Abrechnung erledigt wird; sobald sich anderweitig eine bessere Beschaffungsmöglichkeit für Getreide ergibt, löst der Müller sein Terminengagement, indem er das gekaufte Getreide wieder im Termin verkauft[1]).

In dieser Weise wird der Terminmarkt besonders von den grossen Roggenmühlen in und bei Berlin benutzt, ebenso aber auch von den grossen Handelsmühlen in der Provinz. Aber schon die Handelsmühlen mit mittlerem Betriebe stehen dem Terminmarkt fern, teils wegen verschiedener Bedenken gegen die Terminqualität, teils weil die von ihnen verarbeiteten Getreidemengen so gering sind, dass eine Beteiligung am Termingeschäft wegen der Provisionen, welche sie an die Kommissionsgeschäfte zahlen müssten, zu kostspielig erscheint; teils endlich, weil sie kleinere Preisbewegungen ohne Schaden mitmachen können, da sie an kleine Händler oder direkt an Bäcker liefern, die Preise im Kleinhandel aber erfahrungsgemäss bei einer rückgängigen Konjunktur erst nach einiger Zeit zurückgehen. Die Lohnmüllereien machen selbstredend keine Termingeschäfte; sie gehören zu den Betrieben, die noch notdürftig ihre Existenz fristen, aber mehr und mehr absterben. Vom Terminmarkt haben sie zum mindesten keinen Vorteil; es ist sogar wahrscheinlich, dass dieser Prozess ihres Aussterbens durch den Terminmarkt noch beschleunigt wird.

Welches ist die Stellung der Landwirte zum Termingeschäft?

Gelegentlich der Sachverständigenvernehmungen spielte sich einmal in der Börsenenquetekommission folgende Scene ab.

---

[1]) Sachv.-Vern. 2291. 2436. 2644. 2648. **2801. 2802. 2803.**

Ein Sachverständiger äussert auf die Frage des stellvertretenden Vorsitzenden Gamp, ob er der Meinung sei, dass der Terminhandel für die Landwirtschaft Interesse habe: „Unbedingt; ich bin der Meinung, dass im vorigen Jahre wahrscheinlich die Landwirtschaft vor einem grossen Schaden bewahrt worden wäre, wenn sie in grösserem Umfange für ihre Produkte Sicherung im Termingeschäfte gesucht hätte.“ Dem hält dann Gamp entgegen: „Die Herren Landwirte bestreiten, dass sie oft in die Lage kommen, Termingeschäfte zu machen.“ Darauf erfolgte der Zwischenruf: „Nie!“, jedenfalls aus dem Munde eines der in diese Sitzung als Sachverständige geladenen Landwirte. — Diesem kategorischen „Nie!“ steht schroff gegenüber die Aussage des Sachverständigen Kopisch: „Die grössten Spekulanten an der Börse seien die Landwirte.“ — Es mögen an dieser Stelle noch einige andre Sachverständige zum Worte kommen. Auf die Bitte des Kommissionsmitgliedes v. Röder um eine thatsächliche Mitteilung darüber, ob sich die Landwirte an der Terminbörse beteiligen, bemerkt der Sachverständige Kühnemann wörtlich folgendes: „Ja, das ist ja doch selbstverständlich, dass, wenn ich eine solche Frage bejahen sollte, die Beteiligung der Gutsbesitzer oder Landwirte eine absolut notorische sein müsste, nicht wahr? Die Namen der Herren, die sich eifrig an der Spekulation beteiligen, sind ja bekannt, und es gibt ja auch hiesige Kommissionäre, die uns als Gutsbesitzerkommissionäre bekannt sind. Also nennen wir doch die Namen, es ist ja notorisch: Herr Simon Böhm, Herr Joseph Böhm, Herr Anders hier an der Berliner Börse, Sobersky — von diesen Leuten nimmt man an, dass sie im wesentlichen für die Landwirte spekulieren, wenigstens hat die Börse die Fühlung, dass man sagt, wenn von diesen Kommissionshäusern gekauft wird: Aha, die Ernte muss wohl schlecht stehen, die kaufen; oder wenn sie verkaufen, dass man sagt: Die Ernte steht gut, sie verkaufen. Man richtet sich danach bei diesen Firmen, von denen man weiss, dass sie für die Landwirtschaft kaufen oder verkaufen, dass sie eng mit ihr liiert sind.“ Ferner an einer andern Stelle: „Ich habe die thatsächliche Erfahrung gemacht, dass die Landwirtschaft in der Zeit, wo sie glaubt, dass sie Nutzen davon hat, sich

am Termingeschäft beteiligt.“ Dann auf die Frage, ob die pommerschen Landwirte mit ihren Produkten ein Termingeschäft machen: „Ich könnte einzelne Personen nennen, die sich gar nichts daraus machen, die das als einen Ausfluss ihrer Intelligenz ansehen, dass sie sich an Termingeschäften in Getreide beteiligen“ [1]. Dagegen auf die Frage des stellvertretenden Vorsitzenden Gamp, ob Organisationen von Landwirten das von diesen erzeugte Getreide terminmässig verkauften, erwiderte derselbe Sachverständige, er glaube nicht, dass das jemals dagewesen sei [2]. Der Sachverständige Dr. Freiherr v. Schorlemer-Alst äussert sich in unsrer Frage wie folgt [3]: „Ich habe die Erfahrung, dass diejenigen Herren, die sich daran beteiligen, doch viel weniger mit ihrem eigenen Korn spekuliert haben als mit anderm,“ und Sachverständiger Kühnemann macht dazu den Zwischenruf: „Sicher!“ Es sei ferner folgende Aussage des Sachverständigen Kühnemann erwähnt [4]: „Ich kann mir nicht denken, dass irgend ein Landwirt sich darin beschränken lassen wird, Termingeschäfte zu machen. Wenn man, um Namen zu nennen, z. B. unserm alten Herrn v. Heyden-Cartlow, dem Vetter des jetzigen Landwirtschaftsministers, sagen wollte, er solle keine Termingeschäfte machen — er würde sich schier wundern, was man von ihm verlangen will. Er hat seine Termingeschäfte mit grossem Geschick und mit grosser Tüchtigkeit gemacht.“ Hier mag ferner wiedergegeben werden die Aussage des Sachverständigen Damme [5], der Landwirt könne sich mit Nutzen des börsenmässigen Terminhandels bedienen; die Landwirte könnten sich nur dazu gratulieren, wenn ihnen die Möglichkeit gegeben sei, die Preislage, die ihnen konveniere, sich zu sichern; des weiteren die Aussage des Sachverständigen Rosenfeld [6]: „Mir ist absolut nicht ein grösserer Besitzer bekannt, der an der Berliner Börse jemals verkauft und darauf seine eigene Ware geliefert hätte.

[1] Sachv.-Vern. S. 2820. 2821.
[2] Sachv.-Vern. S. 2809.
[3] Sachv.-Vern. S. 2832.
[4] Sachv.-Vern. S. 2800.
[5] Sachv.-Vern. S. 2854. 2855.
[6] Sachv.-Vern. S. 2868.

Aber weshalb soll nicht der Besitzer die Berliner Börse als eine Assekuranzanstalt betrachten dürfen?“ [1])

Das Ergebnis dieser Revue über die Aussagen der Sachverständigen zu unsrer Frage lässt sich in folgende Sätze zusammenfassen:

Es steht fest, dass Landwirte oder, besser gesagt, preussische Grossgrundbesitzer sich am Termingeschäft beteiligen. Der Zweck dieser Beteiligung ist in verschwindendem Masse, für das auf dem eigenen Gute produzierte Getreide vor oder nach der Ernte — durch Verkauf desselben auf Lieferung zu einem späteren Termin — den Preis zu sichern, der regelmässige Zweck ist vielmehr die Erzielung eines Gewinns durch Spekulation auf die Schwankungen der Getreidepreise.

Sehen wir von den Latifundienbesitzern des Ostens ab und stellen wir die Frage, welchen Einfluss das Termingeschäft auf die mittleren und kleinen Grundbesitzer übe, so suchen wir in den Materialien der Börsenenquetekommission vergebens nach einer Antwort. Diese dürfte aber trotzdem nicht schwer zu finden sein. Wer waren vor den siebziger Jahren die Abnehmer des Landwirtes in den Gegenden des mittleren und kleinen Grundbesitzes? Jene kleinen Getreidehändler, welche bereits oben erwähnt wurden. Und wer sind es heute? Diese Getreidehändler? Oben wurde gezeigt, dass dieser Stand im Absterben begriffen ist. Etwa der Bäcker? Er ist längst Kunde einer Handelsmühle geworden. Der Lohnmüller? Der hat mit dem Getreideaufkauf nichts zu schaffen. Der Handelsmüller? Auch dieser scheut vielfach den freihändigen Ankauf in kleineren Quantitäten; denn er will grössere Mengen egal ausfallender Ware und nicht eine Zahl kleiner Quanten von verschiedener Beschaffenheit. Von besonderer Verwendung, wie etwa zu Saatgut, abgesehen, findet der mittlere und kleinere Landwirt bei der heutigen Organisation des Getreideverkaufs oft nur mit Schwierigkeiten Abnehmer für sein Brotgetreide. Der Kreis der Nachfragenden ist in den letzten zwei Jahrzehnten kleiner geworden; nur bei einer steigenden Tendenz finden sich die

---

[1]) Aehnlich Sachv.-Vern. S. 2290. 2301. 2455. 2557. 2559. 3401.

Händler beim Landwirte bereitwillig ein. Wie weit das Termingeschäft auf die Entwickelung dieser Zustände Einfluss geübt hat, kann allerdings nicht berechnet werden; doch dürfte als sicher anzunehmen sein, dass es einiges hierzu beigetragen hat, — wenn auch kaum so viel wie die technischen und wirtschaftlichen Umwälzungen im Mühlengewerbe.

Die Beteiligung des Privatpublikums. Unter Privatpublikum oder „outsiders“ versteht man solche Personen, die mit der Ware direkt nichts zu thun haben; beim Getreidehandel also solche, die weder Landwirte, noch Müller, noch Händler sind. Hierher gehören besonders die Kapitalisten und Bankgeschäfte, welche den Terminmarkt zu Prolongationsgeschäften benutzen. Zum Beispiel: die Kursliste vom 1. August weist folgende Notierungen auf: Roggen per August 118, per September 119, per Oktober 120½; das Bankhaus A berechnet, dass es lohnend wäre, bei dem gegenwärtigen Marktzinsfuss nicht per laufenden Monat zu verkaufen, sondern bis zum Oktober einzulagern und heute an der Börse zum Kurse von 120½ per Oktober zu verkaufen. Derartige Operationen sind ohne jegliches Risiko, und werden daher von vielen grossen Banken gemacht. — Gewöhnlich denkt man aber, wenn man von „outsiders“ spricht, an das blind spekulierende, mittellose Publikum. Dass sich am Termingeschäft kapitalschwache Existenzen aus verschiedenen Berufen beteiligen, unterliegt wohl keinem Zweifel. Was den Umfang dieser Beteiligung betrifft, so dürften die folgenden Aussagen zweier Sachverständiger das Richtige treffen. Sachverständiger Kochhann äussert sich über diese Frage wie folgt: „Auch andre Kreise, die direkt mit Getreide nichts zu thun haben, findet man namentlich in Zeiten, wo grössere Fluktuationen in dem Gang der Preise zu erwarten sind, am Termingeschäft interessiert.“ Der Sachverständige Abel spricht sich folgendermassen aus: „Ich bin der Ansicht, dass die Zahl grösser erscheint als sie ist, und zwar aus dem Grunde: Wenn ein Kaufmann spekuliert und er spekuliert unglücklich, so behauptet er nicht, dass es Börsenspiel sei, er bezahlt, solange er kann und weil er gewohnt ist, einen Vertrag zu halten.

Die Privatleute, die können in der Mehrzahl überhaupt nicht verlieren; wenn sie verlieren, behaupten sie: das war Spiel ... Die Spielwut ist bei einzelnen Privatleuten so gross, dass sie keinen Einwänden zugänglich sind. Solche Fälle kommen vor, aber ich hoffe doch, dass sie nur einzeln sind ... Dann darf man nicht vergessen, in einer Zeit, wo Hochflut ist, kommt viel mehr solche Neigung zu Tage, wie in einer andern Zeit, da kommt die Lust, und ist auch die Gelegenheit leichter dazu da; aber in ungünstigen Zeiten lässt der Spekulationseifer von selbst nach [1]).“

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2290. 2307.

Zweites Kapitel.

Das Spiritustermingeschäft.

I. Geschichtliches.

Ein Termingeschäft in Spiritus besteht gegenwärtig an folgenden deutschen Börsenplätzen: Berlin, Breslau, Danzig, Königsberg, Posen, Stettin, Hamburg. Wann an diesen einzelnen Börsen das Termingeschäft in Spiritus eingeführt wurde, welche Verhältnisse dazu den äussern Anstoss gaben, darüber erfahren wir aus den Verhandlungen der Börsenenquetekommission so viel wie nichts. In Berlin hat das Spiritustermingeschäft schon vor 25 Jahren bestanden [1]. In Hamburg wurde es zuletzt eingeführt [2], anfangs der siebziger Jahre, und zwar, weil sich bei der Abwickelung verschiedene Schwierigkeiten bemerkbar machten. Bis dahin war es üblich, dass ein Käufer dem andern die gelieferte Ware effektiv berechnete. Die Kontrakte auf Lieferung, deren Gegenstand die gelieferte Ware war, waren aber vorher schon durch mehrere Hände gegangen; wenn nun effektiv geliefert wurde, so lieferte zuerst A. seinem Käufer B., B. seinem Käufer C., C. seinem Käufer D. u. s. w.; ferner zahlte D. an C., C. an B., B. an A. u. s. w., jeder den Preis, zu dem er gekauft hatte. Diese komplizierten rechnerischen Vorgänge sollen die einzige Veranlassung zur Einführung des Termingeschäfts gewesen sein.

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3131.

[2]) Sachv.-Vern. S. 3115. 3116.

II. Lieferungsbedingungen.

In Berlin bestehen vier Schlussscheinformulare für Termingeschäfte in Spiritus [1]); an allen übrigen Börsen nur zwei, nämlich für Spiritus mit 50 Mk. Verbrauchsabgabe und für Spiritus mit 70 Mk. Verbrauchsabgabe. An allen Börsen ausser Berlin wird nur ohne Fass gehandelt; in Berlin besteht sowohl für fünfziger als für siebziger Spiritus noch ein besonderer Schlussschein für den Handel mit Fass, und zwar scheint der Handel mit Fass in Berlin der bedeutendere zu sein.

Wir geben im nachstehenden zunächst die Lieferungsbedingungen für fünfziger Spiritus ohne Fass [2]): Gegenstand des Geschäftes ist die Lieferung von 10000 Litern reinen Alkohols, guten rohen Kartoffelspiritus, mit 50 Mk. Verbrauchsabgabe frei Berlin. Spiritus, welcher der Maischraum- bezw. der Materialsteuer nicht unterlegen hat, darf nicht geliefert werden. Wird Spiritus geliefert, welcher bei seinem Eintritte in den freien Verkehr einer höheren als der Verbrauchsabgabe von 50 Mk. für 100 Liter reinen Alkohols unterliegt, so hat der Lieferer den Unterschied zwischen diesem höheren und dem vertragsmässig bedungenen Satze der Verbrauchsabgabe sofort zu vergüten. Der Spiritus muss mit einem durchschnittlichen Alkoholgehalt von mindestens 73 Gewichtsprozenten geliefert werden. Die Bestimmung der Qualität des Spiritus erfolgt in der Weise, dass die Menge durch Gewicht, der Alkoholgehalt durch den Gewichtsalkoholmeter, die Umrechnung in Liter reinen Alkohols unter Zugrundelegung der amtlichen Ausgabe der „Tafel zur Ermittelung des Alkoholgehaltes von Spiritusmischungen, Ausgabe für Gewichtsalkoholmeter“ ermittelt werden. Der durchschnittliche Alkoholgehalt muss mindestens 73 Gewichtsprozente betragen. Der verkaufte Spiritus muss dem Käufer in e i n e m Posten mit höchstens zwei Versendungsscheinen gegen Zug um Zug zu leistende bare Zahlung effektiv

---

[1]) Mitgeteilt in der Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, Bd. 42, Jahrgang 1894, S. 467—477.

[2]) Vgl. Handbuch der Berliner Produktenbörse S. 59 fg.

geliefert werden. Die Lieferung hat auf dem Hofe oder unter einem mit höchstens einer Wand versehenen Schuppen zu erfolgen. Zur Empfangnahme auf öffentlicher Strasse und auf Eisenbahnhöfen ist der Käufer nicht verpflichtet. Es ist zulässig, bis 250 Liter mehr oder weniger als das Einheitsquantum zu liefern; dieses Mehr- oder Minderquantum wird auf Grundlage desjenigen Durchschnittspreises verrechnet, welchen die amtliche Preisfeststellung am Tage der Abnahme für den laufenden Termin ergibt; für diese Verrechnung ist jedoch der Durchschnittspreis des letzten Tages der vertragsmässigen Lieferfrist massgebend, falls erst nach Ablauf der letzteren die Abnahme erfolgt.

Für die Abnahme gelten folgende nähere Bestimmungen: Der Lieferer ist berechtigt, die Versendungsscheine, auf Grund deren die Auslagerung behufs Kündigung erfolgt ist, nach seiner Wahl entweder innerhalb 24 Stunden nach Feststellung der Vertragsmässigkeit des gekündigten Postens auf seine Kosten auf der Lieferstelle erledigen zu lassen oder von dem Empfänger zu verlangen, dass er die Versendungsscheine zum Zwecke des weiteren Transportes übernimmt. Für den Fall, dass der Lieferer die Uebernahme der Versendungsscheine durch den Empfänger verlangt, muss der Empfänger den Spiritus nach geschehener Abnahme steueramtlich versiegelt übernehmen. Für den Fall, dass der Lieferer die Versendungsscheine auf der Lieferstelle erledigen lässt, hat der Empfänger die behufs des weiteren Transportes notwendigen neuen Versendungsscheine auszuschreiben. Der Lieferer hat ihm die Ausschreibung der Versendungsscheine auf der Lieferstelle zu gestatten und die Erfüllung der hiermit verbundenen steueramtlichen Förmlichkeiten auf seine Kosten bewirken zu lassen. Der Empfänger ist in beiden Fällen verpflichtet, der Steuerbehörde gegenüber alle diejenigen Obliegenheiten zu erfüllen, welche zu dem Zweck erforderlich sind, damit die Steuerbehörde den Lieferer aus den durch die Extrahierung der Versendungsscheine übernommenen Verpflichtungen entlässt. Der Lieferer ist berechtigt, den Spiritus so lange zurückzuhalten, bis die Anträge auf weitere Abfertigung steueramtlich gestellt sind. Der Spiritus muss in dichten transportfähigen Gebinden geliefert werden und von der Kün-

digung an bis zur Ablieferung auf dem Hofe oder unter einem mit höchstens einer Wand versehenen Schuppen lagern. Jedes Gebinde muss ein Zeichen und eine Nummer tragen und ausserdem bei Uebergabe mit der Nummer desjenigen Kündigungsscheines versehen werden, auf Grund dessen die Lieferung erfolgt. Die Gebinde dürfen nicht weniger als 300 kg netto und nicht mehr als 600 kg netto wiegen. Für den Nachweis dieser Gewichtsgrenzen sind die der Kündigung zu Grunde liegenden Versendungsscheine massgebend. Die Gebinde hat der Lieferer zu stellen und dem Empfänger für einen Zeitraum von sieben Werktagen von dem Tage der Kündigung an — diesen inbegriffen — unentgeltlich zu überlassen. Der Empfänger ist berechtigt, die Gebinde noch ferner vier Werktage zu behalten; er hat jedoch dem Lieferer für diese Nachfrist, auch wenn sie nicht voll ausgenutzt ist, eine Gebühr von 50 Pf. für 100 Liter reinen Alkohols zu entrichten. Als Sicherheit für die Gebinde hat der Empfänger 6 Mk. für 100 Liter reinen Alkohols beim Lieferer zu hinterlegen. Die Rückzahlung erfolgt Zug um Zug gegen Rückgabe der Gebinde. Für die Verpflichtung des Lieferers zur Rückzahlung haftet dem Hinterlegenden derjenige, von dem er den Posten unmittelbar gekauft hat, während diesem, sowie jedem andern an dem Kündigungsschein Beteiligten das Recht zusteht, an seinem Vormann Regress zu nehmen. Der Empfänger darf die Gebinde nicht zum Versand nach ausserhalb benutzen und muss sie innerhalb der nächsten elf Werktage in einem Posten auf seine Kosten in unbeschädigtem Zustande nach der Lieferstelle zurückliefern. Werden die Gebinde zum Versand nach ausserhalb benutzt oder nicht innerhalb der elf Werktage zurückgeliefert, so fällt die Verpflichtung des Lieferers zur Zurücknahme der Gebinde weg und verbleibt ihm als Entgelt für die Gebinde der bei ihm hinterlegte Betrag als Eigentum. Für die Richtigkeit der von ihm angegebenen Tara der Gebinde leistet der Lieferer Gewähr. Wird die Taraangabe des Lieferers vom Empfänger bemängelt, so hat Empfänger dem Lieferer den von ihm behaupteten Gewichtsunterschied innerhalb acht Tagen nach der Abnahme aufzugeben. Erkennt der Lieferer die Gewichtsbemängelung nicht an, so ist die Tara innerhalb fernerer zwei Tage im Beisein

von Lieferer und Empfänger auf dem Hofe des Empfängers und auf dessen Kosten festzustellen. Findet sich der Lieferer zu dieser Feststellung nicht ein, so wird die Bemängelung des Empfängers als anerkannt angesehen. Taraunterschiede, welche 2 kg für ein Gebinde nicht übersteigen, berechtigen den Empfänger nicht zur Forderung einer Vergütung. Höhere Taraunterschiede hat der Lieferer zu dem am Kündigungstage festgesetzten Kündigungspreise dem Empfänger zu vergüten.

Analoge bezw. gleiche Lieferungsbedingungen gelten für den Handel in Spiritus mit 70 Mk. Verbrauchsabgabe pro 100 Liter.

Für den Handel mit Fass gelten noch folgende besondere Bestimmungen: Der Spiritus muss in guten, dichten, bandfesten Gebinden — Pipenform ausgeschlossen — geliefert werden. Die Gebinde müssen aus eichenen Stäben von mindestens 100 und höchstens 115 cm Länge und aus eichenen Bodenstücken gefertigt und mit einem Beschlage von mindestens acht eisernen Reifen versehen sein; sie dürfen nicht weniger als 400 und nicht mehr als 575 kg netto wiegen. Für den Nachweis dieser Gewichtsgrenzen sind die der Kündigung zu Grunde liegenden Versendungsscheine massgebend. Die vereideten Sachverständigen haben das Recht, Gebinde, deren Beschaffenheit bemängelt wird, unter Festsetzung eines Minderwertes bis zu 10 Mk., welchen der Lieferer dem Empfänger zu vergüten hat, für vertragsmässig zu erklären. Dem Empfänger stehen in diesem Falle folgende Rechte zu: 1. er kann die Gebinde dem Lieferer gegen Erstattung des von den Sachverständigen für die Zeit, in welche die Empfangnahme fällt, festgesetzten Preises innerhalb vier Wochen zurückgeben; bis dahin darf er sie unentgeltlich behalten; 2. er kann sie zu dem von den Sachverständigen festzusetzenden Minderwert gegenüber vertragsmässigen Gebinden übernehmen. Welche Wahl er trifft, hat der Empfänger sofort bei der Uebernahme des Postens zu erklären. Die Uebernahme des in vertragswidrig erklärten Gebinden gelieferten Spiritus muss abgesondert von der Uebernahme des andern Teiles des gelieferten Postens erfolgen.

Für Kündigung, Verzug u. s. w. gelten die gleichen Bestimmungen wie beim Getreideterminhandel. Für die Prüfung

der Lieferbarkeit des angekündigten Spiritus bestehen im besonderen noch folgende Bestimmungen: Die Sachverständigen haben am ersten Börsentage eines jeden Monats durch Aushang an der Börse den Preis zu veröffentlichen, welcher für den laufenden Monat der Verrechnung des Gebindepreises zu Grunde zu legen ist. Der Vorsitzende, bezw. dessen Stellvertreter, bestimmt für jeden Posten, dessen Begutachtung bis 1 Uhr 30 Minuten nachmittags beantragt ist, zwei Sachverständige und für den Fall der Meinungsverschiedenheit einen dritten als Obmann, nach einer bestimmten Reihenfolge. Die beiden ersteren haben die Besichtigung innerhalb 24 Stunden gemeinschaftlich vorzunehmen; im Falle der Meinungsverschiedenheit entscheidet der Obmann binnen weiterer 24 Stunden. Die Gebühren für die Begutachtung des zu einem Kündigungsschein gehörigen Postens betragen einschliesslich barer Auslagen 6 Mk. für jeden Sachverständigen, ausschliesslich der Kosten der Gewichtsermittelung [1]).

An den übrigen Börsen sind im allgemeinen die gleichen Geschäftsbedingungen üblich wie in Berlin; nur wird an denselben, wie bereits bemerkt, ausschliesslich ohne Fass gehandelt.

Bezüglich der Hamburger Verhältnisse ist zu erwähnen, dass der Spiritusterminhandel nicht an die Liquidationskasse angegliedert ist. Ein Sachverständiger bemerkt über diesen Punkt [2]): „Die Frage ist von der Kaffee- und Zuckerbörse an uns herangetreten, ob wir uns nicht auch der Liquidationskasse anschliessen wollten, und es traten auch zwei oder drei Firmen dafür auf. Die Mehrzahl, zu denen ich auch gehörte, war so entschieden dagegen, dass wir das zurückgewiesen haben. Es trat dann eine Art Oktroyierungsversuch an uns heran. Die Liquidationskasse wollte uns gern auch überschlucken, sie wollte auch gern unser Geschäft haben. Aber da kam gerade die Befürchtung, dass das Geschäft dann im Dunklen schleichen oder, ich will sagen, nicht mehr übersichtlich sein würde, dass

---

[1]) Geschäftsordnung der Sachverständigen, Abs. 2. 3. 4.

[2]) Sachv.-Vern. S. 3121. 3123. 3124. (Sachv. Eulenburg, dessen Firma den ganzen Hamburger Spiritushandel beherrscht.)

es nicht mehr klar zu Tage liegen würde, und die Besorgnis, die daraus in uns allen wach wurde, führte zu dem Entschluss, dass wir das ganz entschieden ablehnten. Ich persönlich bin auch ein abgesagter Feind von allen Liquidationskassen, teils aus persönlichen, teils aus allgemeinen Gründen. Die persönlichen Gründe bestehen darin, dass unsre kaufende Kundschaft meist aus Industriellen besteht. Diejenigen, die wirklich den Warenverkehr bewältigen, sind Fabrikanten, und die Leistungsfähigkeit dieser Fabrikanten muss erhalten werden. Wenn die nicht erhalten wird, schwebt unser ganzes Geschäft in der Luft. Unsre Fabrikanten nehmen aber einen ziemlich grossen Kredit von uns in Anspruch. Wenn die nun ihr Geschäft mit der Liquidationskasse machen und täglich da so und so viel Geld hineinzahlen, und wir ihre Engagements nicht mehr sehen können, dann fehlt mir jedes Urteil über das, was die Leute in Jahr und Tag wert sind, in was für Verhältnissen sie sich bewegen. Während ich jetzt jedes Geschäft klar und deutlich übersehen kann — ab und zu wird mir etwas entgehen, es wird trotz der grössten Aufmerksamkeit ein Geschäft geheim gehalten werden —, würde ich dann gar nichts mehr übersehen können. Der einzige Käufer und Verkäufer, den ich habe, ist die Liquidationskasse, die gewährt mir keinen Einblick. Ausserdem soll ich ihr eine Steuer bezahlen, von der ich absolut nicht weiss, wofür ich sie bezahle. Sie gewährt mir nicht einmal irgendwie ein Aequivalent dafür. Schliesslich gewährt sie mir auch nicht einmal die pekuniäre Sicherheit, denn wenn sie Kaffee und Zucker und Baumwolle und Spiritus handelt, dann weiss ich nicht, welches Aktienkapital gross genug ist, damit sie mir die Sicherheit gewährt, die mich anlocken könnte, mit ihr Geschäfte zu machen."

III. Wie haben sich die Lieferungsbedingungen für den Spiritusterminhandel bewährt?

Zu Anfang des Jahres 1891 wurde von einer Berliner Firma an das Aeltestenkollegium der Antrag gerichtet, es möge das Schlussscheinformular für den Terminhandel mit Fass be-

seitigt werden, weil die Verschiedenheit der Fässer eine grosse Unsicherheit in der Kalkulation, sowie übergrosse Mühe und Arbeit verursache; der Terminhandel ohne Fass könne neben demjenigen mit Fass nicht aufkommen, weil letzterer die Macht der Gewohnheit für sich habe. Das Aeltestenkollegium hielt sich nicht für berechtigt, in eine materielle Würdigung der Sache einzutreten, und übergab den Antrag der ständigen Deputation der Produktenbörse, welche denselben ablehnte [1]). Von den Sachverständigen wurde ziemlich übereinstimmend die Beseitigung des Mit-Fass-Handels als eine dringende Notwendigkeit erachtet, zumal der Spiritusexport beträchtlich nachgelassen habe; jedoch müssten dann für die Lieferung von auswärts, da diese nur in Fässern geschehen kann, entsprechende Bestimmungen getroffen werden [2]).

Ein Sachverständiger bemängelte die ausschliessliche Lieferbarkeit von Kartoffelspiritus. In Jahren, in denen die Kartoffelernte schlecht ausgefallen sei, werde fast nie reiner Kartoffelspiritus geliefert; im Jahre 1892 habe mindestens drei Viertel des Gelieferten aus einem Gemisch von Kartoffel- und Maisspiritus bestanden; dies habe zwar zu Schädigungen keinen Anlass gegeben, aber es sei aus moralischen Gründen richtig, auch solche Mischungen zuzulassen [3]).

IV. Beteiligung am Spiritustermingeschäft.

Den Terminmarkt benutzen zunächst die Importeure von Rohspiritus. Besonders Hamburger Firmen beziehen grosse Quantitäten von Oesterreich und Russland; für die gekauften Posten sichern sie sich den Preis, indem sie eine entsprechende Quantität am Terminmarkt verkaufen [4]). Ferner beteiligen sich am Termingeschäft die Spritfabrikanten, d. h. die Fabriken, welche den Rohspiritus verarbeiten. Diese

---

[1]) Jahresbericht der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin für 1891, S. 278. Sachv.-Vern. S. 3176. 3178. 3179.

[2]) Sachv.-Vern. S. 3121. 3130. 3168. 3176. 3178. 3179.

[3]) Sachv.-Vern. S. 3177. 3178 (Sachv. Kantorowicz-Berlin).

[4]) Sachv.-Vern. S. 3125. 3136. 3137.

sichern sich durch Kauf auf Termin ihr Rohmaterial [1]). Ob und zu welchem Zweck die Grossgrundbesitzer Termingeschäfte machen, geht aus den Verhandlungen der Börsenenquetekommission nicht mit Sicherheit hervor. Ein kaufmännischer Sachverständiger äussert hierzu, er glaube nicht, dass die Landwirte „gerade direkt an der Börse sehr viele Termingeschäfte machen". Dagegen gesteht ein als Sachverständiger vernommener Grossgrundbesitzer zu, dass „leider Gottes" auch seitens der „Landwirte" Termingeschäfte gemacht werden. Hervorgehoben wird von den Sachverständigen die grosse Beteiligung des Kapitals, sowohl der Privatkapitalisten als der grossen Banken. Innerhalb der vier bis fünf Monate, welche die Brennereicampagne in Anspruch nimmt, werden enorme Massen von Rohspiritus erzeugt. Diese werden von den Kapitalisten und Banken durch Vermittelung von Kommissionären aufgekauft, dann eingelagert und auf spätere Termine verkauft. Die Beteiligung kapitalschwacher Privatpersonen am Spiritustermingeschäft tritt nach den Aussagen der Sachverständigen mitunter hervor, erreicht jedoch keinen nennenswerten Umfang [2]).

---

[1]) Sachv. Friedmann (Sachv.-Vern. S. 3131): „Ich kann nur vom Standpunkte des Spritfabrikanten hier ein Urteil fällen, und ich möchte nur hervorheben: ich kann mir überhaupt keinen Spiritushandel ohne Terminhandel denken. Nur das Monopol könnte den Terminhandel aufheben."

[2]) Sachv.-Vern. S. 3116. 3132. 3144.

Drittes Kapitel.

Der Kaffeeterminhandel[1].

I. Geschichtliches.

Alle Erscheinungen werden am besten da studiert, wo sie eben im Entstehen begriffen sind. Denn gerade da, wo ein bisher völlig unbekanntes Gebilde eben auftaucht, platzen die Interessen am schärfsten aufeinander; der Kampf für und gegen das neue Gebilde wird mit besonderer Ausdauer und Erbitterung geführt. Es fällt zwar schwer, mitten in diesem Kampfgewühle der Meinungen und Interessen die wissenschaftliche Objektivität festzuhalten und über das Parteigetriebe sich erhebend ein gerechtes Urteil zu fällen. Aber bei ernstem Willen dürfte es doch nicht unmöglich sein. Dementsprechend soll im folgenden der Geschichte des Kaffeeterminhandels besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden.

Die Börsenenquetekommission hat es nicht für notwendig erachtet, das ziemlich umfangreiche Material, welches schon vor ihrem Zusammentreten, bezüglich des Kaffeeterminhandels, sich angesammelt hatte, für ihre Beratungen zu verwerten. Auf die Benutzung dieses Materials konnte aber für vorliegende Arbeit um so weniger verzichtet werden, als die Ausbeute an thatsächlichen Feststellungen über den Kaffeeterminhandel in

---

[1]) Vgl. Fuchs, Der Warenterminhandel, seine Technik und volkswirtschaftliche Bedeutung; van Gülpen, Terminhandel und Börse; Denkschrift der Hamburger Handelskammer über das Kaffeetermingeschäft; Bayerdörffer, Der Kaffeeterminhandel, in Conrads Jahrbüchern für Nationalökonomie und Statistik, III. Folge, 1. Bd., 1891, S. 641 fg.

den Materialien der Börsenenquetekommission leider eine ziemlich geringe ist.

Die Kaffeebohne [1]) ist die Frucht der Coffea arabica, einer Pflanze, welche in der Botanik unter die Gruppe der Ixoreen eingereiht wird. Die Heimat des Kaffeebaumes ist der Gürtel zwischen 15 Grad nördlich und 15 Grad südlich vom Aequator. Gutbewässerte Gebirgsgegenden haben sich am geeignetsten für Kaffeeanlagen erwiesen; die höheren Lagen liefern die besseren Qualitäten. Mit dem zweiten Jahre erreicht die Kaffeepflanze eine Höhe von ca. 1½ m; indessen erst im dritten Jahre, nachdem ein Baum von 2—3 m Höhe aus ihr geworden ist, fängt sie an, einige Früchte, ca. ½—¾ kg, zu bringen. Ein bis zwei Jahre später erhöht sich der Ertrag auf ca. 2½ kg. Bei rationeller Behandlung tragen dann die Kaffeebäume bis ins dreissigste Jahr gute Ernten. Die Kaffeebäume blühen innerhalb zwei bis drei Monaten dreimal, und zwar derart, dass zur Zeit der letzten Blüte reife und unreife Beeren, angesetzte Früchte und Blüten am Baume sind. In Bezug auf die Art des Einheimsens sind zweierlei Methoden zu unterscheiden.

Bei der einen — diese ist die gewöhnlich angewendete — wird nur eine Ernte gemacht. Die Beeren werden nicht abgepflückt, sondern alles was am Baume ist, ob reife oder unreife Frucht, mit einem Kamm oder mit der Hand abgestreift; alsdann das Fleisch der Beere mittelst eines Holzmörsers oder durch Walzen abgelöst und hierauf die Bohne gewaschen. Ist das so gewonnene Produkt an der Sonne getrocknet, so werden die Hülsen durch eine Windmühle ausgeschieden, und die Ware ist marktfertig. Dieselbe enthält aber, weil mit den reifen auch überreife und unreife Beeren geerntet wurden, weisse, grüne und schwarze Bohnen, führt Bruch und Unrat, Steinchen, Erd- und Holzteile mit sich [2]).

Bei der zweiten Methode, der sog. westindischen, werden nur die vollständig reifen Beeren sorgsam abgepflückt. Es finden also mehrere Ernten statt, und zwar gewöhnlich in der

---

[1]) Die nachstehenden Angaben über die Kultur des Kaffees sind entnommen dem Schriftchen: „Der Kaffee, dessen Kultur und Handel" von Adolf Brougier.

[2]) Brougier l. c. S. 14. 15. Sachv.-Vern. S. 2077—2080.

Art, dass der eigentlichen Haupternte zwei kleinere Vorernten vorausgehen. Auch die weitere Behandlung des Kaffees ist eine viel sorgfältigere, als bei der vorigen Methode; erst wenn die Bohnen sorgsam gereinigt sind und aller Unrat ausgeschieden ist, kommt das Produkt in den Handel. Diese letztere Methode ist besonders in den niederländischen Kolonien gebräuchlich [1]).

Der Kaffeegenuss fand in Europa erst in den letzten Jahrzehnten des 17. Jahrhunderts Eingang. Aber das ganze 18. Jahrhundert hindurch suchte man zuerst durch hohe Steuern, dann durch strenge polizeiliche Gesetze das Kaffeetrinken zu erschweren. Allein ohne Erfolg. Heutzutage ist der Kaffee ein Konsumartikel der breitesten Volksschichten geworden, mithin ein Objekt, das im Welthandel eine grosse Rolle spielt [2]).

Ueber den Anteil der wichtigsten Produktionsländer an der Versorgung des Weltkonsums in Kaffee gibt die nachstehende Tabelle annähernden Aufschluss. Im Erntejahre 1886/87, das ist vom 1. Juli 1886 bis 30. Juni 1887, sollen zum Export gelangt sein aus:

Afrika inkl. Arabien	200 000	Ztr.
Holländisch-Ostindien	1 600 000	„
Ceylon	230 000	„
Britisch-Ostindien (Festland)	360 000	„
Brasilien	7 180 000	„
Domingo	600 000	„
Portorico	250 000	„
Manilla	130 000	„
Jamaica	100 000	„
Venezuela	780 000	„
Zentralamerika	920 000	„

Zur Einfuhr sollen gekommen sein im Jahre 1885 nach den:

Vereinigten Staaten	4 716 780	Ztr.
Canada und Pacific	400 000	„
nach dem Deutschen Reich	2 362 380	„
Frankreich	1 370 300	„
Oesterreich-Ungarn	739 460	„
Belgien und Holland	1 084 620	„
England	298 300	„

[1]) Brougier l. c. S. 16. 18.

[2]) Brougier l. c. S. 5. 6. 7.

Schweiz	178 820	Ztr.
Russland und die nordischen Reiche .	885 000	„
Italien	330 000	„
Spanien und Portugal	140 000	„
Türkei und Balkanstaaten	490 000	„

Ueber die Qualität des aus den verschiedenen Produktionsländern ausgeführten Kaffees ist folgendes zu bemerken. Es wird unterschieden zwischen weichen und harten Kaffees. In der Schweiz wird überwiegend, in Russland und den nordischen Ländern ganz ausschliesslich harter Kaffee getrunken; in Frankreich, Deutschland und im übrigen Europa wird dagegen fast nur weicher Kaffee verlangt. Riokaffe gehört zu den harten Kaffees; er hat einen bitteren Geschmack. Santos ist ein weicher Kaffee mittlerer Qualität; zu den besseren weichen Sorten zählen insbesondere die zentralamerikanischen Kaffees, ferner die Erzeugnisse der niederländischen und englischen Kolonien in Ostindien, von Venezuela, Domingo, Arabien und den Philippineninseln.

Die Haupthandelsplätze für Kaffee sind Amsterdam, Rotterdam, Havre, Antwerpen, London, Hamburg und New York.

Bis in die sechziger Jahre dieses Jahrhunderts bewegte sich der Kaffeehandel ungefähr in folgenden Formen: Die Händler der Produktionsländer verschickten die von den Pflanzern aufgekauften Kaffees als Konsignationsware nach den grossen Handelsplätzen der Konsumländer; hier wurden sie zu den öffentlichen Versteigerungen angemeldet, durch amtlich vereidigte Makler taxiert und ausgerufen; die Grosshändler an den Auktionsplätzen kauften in diesen Auktionen ihren Bedarf und versorgten dann ihrerseits die Grossisten des Binnenlandes. Vor ungefähr 30 Jahren trat hierin eine Aenderung ein. Die Herstellung der unterirdischen Kabelverbindungen mit den überseeischen Ländern brachte die binnenländischen Grosshandelsfirmen auf den Gedanken, direkt mit den Exporteuren der Produktionsländer in Verbindung zu treten. Insbesondere mit Brasilien knüpften im Laufe der Zeit viele Kaffeefirmen des Binnenlandes Verbindungen an; die Seeplätze und speziell der Hamburger Markt wurden vielfach umgangen. Daraus dürften sich wohl folgende Ziffern erklären. Der Anteil Ham-

burgs an der Santosausfuhr, welcher im Erntejahre 1876/77 34,2 % betragen hatte, ging von da ab ziemlich konstant zurück und fiel bis 1878/84 auf 14,7 %. Die Einfuhr von Kaffee aus Brasilien nach Hamburg nahm zwar von 1875—1881 absolut stetig zu; sie stieg von 26 660 t im Jahre 1875 auf 54 595 t im Jahre 1881; der prozentuale Anteil des Hamburger Eigenhandels an dieser Gesamtausfuhr fiel dagegen in derselben Zeit von 60,1 % auf 45,7 %, während der Transitverkehr über Hamburg in demselben Masse stieg von 39,9 % im Jahre 1875 auf 54,3 % im Jahre 1881.

Diese Form des Kaffeehandels im Weltverkehr erfuhr eine Aenderung, als Havre, nachdem schon 1880 New York den Terminhandel in Riokaffee eingeführt hatte, im Jahre 1881 das Termingeschäft in good average Santoskaffee etablierte. Wie kam das?

Schon 1879 [1]) war eine etwas grössere Kaffeeernte, als man es sonst gewohnt war, und bereits damals hatten die Havreser starke Vorräte eingekauft. Dann brachte das Jahr 1881 eine für den damaligen Konsum ganz enorme Ernte; die Produktion dieses Jahres überstieg den jährlichen Konsum etwa um 1 1/2 Millionen Ballen. Es gab damals vier bedeutende Märkte für brasilianischen Kaffee: London, Hamburg, Havre und New York; die holländischen Märkte waren mit der Javaernte beschäftigt und hatten mit Brasilkaffee nichts zu thun. Während man in Hamburg, London und New York die grosse Ernte voraussah, spekulierte man in Havre gegen diese Riesenernte an. Die Folge davon war, dass am Schluss der Ernte die Lager von London, Hamburg und New York nur etwa 10 bis 15 % über der normalen Höhe waren, während in Havre sich ein Lager von 1 400 000 Ballen befand. Die erstgenannten Plätze entledigten sich ihrer Vorräte in der gewohnten Weise, und so konnten die Havreser ihre Lager nicht an den Mann bringen. Es war zu erwarten, dass diese Riesenvorräte immer mehr entwertet würden. Die verschiedenen Importeure konnten das im Kaffee steckende Kapital nicht in der üblichen Weise

---

[1]) Die nachstehenden Ausführungen sind entnommen den Aussagen der Sachv. Embden, Gierth und Robinow S. 2070. 2071—2073.

flüssig machen; ihr Geschäftsbetrieb musste hierdurch eine erhebliche Stockung erleiden. Es waren somit alle Anzeichen einer Geschäftskrisis vorhanden, einer Krisis, welche die Kaffeeimporteure aus sich selbst heraus ohne fremde Hilfe nicht mehr abzuwenden im stande waren. Wollten sie diese Gefahr, die sie durch das masslose Einkaufen von Kaffee selbst heraufbeschworen hatten, von sich abwenden oder wenigstens ihre schlimmen Folgen abschwächen, so mussten sie danach trachten, ihrem Artikel fremdes Kapital zuzuführen, und mit Hilfe dieses fremden Kapitals einer völligen Entwertung ihrer Vorräte vorzubeugen. Diese Rettungsaktion des beweglichen Kapitals, dieses sanierende Eingreifen der modernen Kreditorganisation wäre nun allerdings in beschränktem Masse auch möglich gewesen ohne eine Veränderung der bisherigen Geschäftsformen, durch Gewährung von Personalkredit an die einzelnen Kaffeefirmen. Allein das war auf der einen Seite unsicher, auf der andern Seite ungenügend; zur Gewährung von Darlehen gegen Verpfändung von Vorräten konnten sich die Kapitalisten nicht herbeilassen, weil ihnen eben die Kenntnis des Artikels, die Kenntnis der Qualitätsunterschiede und des Wertverhältnisses der verschiedenen Qualitäten abging; dabei war dieser Weg zu riskant, da die zukünftige Gestaltung der Verhältnisse für die Kaffeehändler sowohl als noch mehr für die Kapitalisten eine zu dunkle war. Man musste also den Weg, auf welchem das fremde Kapital zu Hilfe kommen konnte, möglichst bequem und sicher machen. Die Individualität der Ware wie des Kreditsuchenden war das Haupthindernis, das einer Heranziehung des fremden Kapitals im wünschenswerten Umfange entgegenstand. Diese Individualität galt es also zu beseitigen, und das geschah und konnte nur geschehen durch Einführung des Termingeschäfts. So kam es, dass Havre im Jahre 1881 das Termingeschäft in Kaffee einführte. Welche Wirkungen äusserte diese Neuerung?

Die nächste Wirkung, welche das Termingeschäft äusserte, war die, dass der Ausbruch einer Geschäftskrisis thatsächlich hintangehalten werden konnte. Bankiers und Kapitalisten griffen nun helfend ein und legten ihre Gelder sozusagen in Kaffee an; sie gewährten den Kaffeefirmen Kredit gegen Verpfändung

der Vorräte; sie traten als Reporteure auf, d. h. sie kauften von den Händlern Kaffee und verkauften ihn auf spätere Termine an dieselben wieder; in der Differenz zwischen den beiden Kursen bekamen sie eine Verzinsung ihrer Kapitalien, die einen höheren Nutzen abwarf als eine Anlage in Staatspapieren oder sonstigen Effekten, dabei aber dieselbe Sicherheit bot, wenn nicht eine noch grössere. Die dritte Art des helfenden Eingreifens der Kapitalisten bestand darin, dass sie als selbständige Spekulanten auftraten: auf ein Steigen der Preise rechnend, kauften sie Kaffee auf und speicherten ihn ein. Dieser letztere Weg bot allerdings nicht dieselbe Sicherheit wie der des Reportierens, dafür aber die Möglichkeit eines grösseren Gewinns. Die Inhaber der Kaffeevorräte konnten durch dieses Eingreifen des fremden Kapitals wenigstens einen grossen Teil ihres Kapitals, das in dem Kaffee steckte, flüssig machen, und so ihren anderweitigen Geschäftsverbindlichkeiten Genüge leisten [1]. Allein darauf beschränkten sich die Wirkungen des Termingeschäfts nicht. Auf den Einfluss des Termingeschäfts ist auch die Thatsache zurückzuführen, dass seit der Einführung desselben die Bedeutung Havres für den Weltmarkt in Kaffee bis Ende der achtziger Jahre immer mehr gestiegen ist. Das lässt sich ziffermässig nachweisen [2].

1. Der Anteil Havres an der Totaleinfuhr von Kaffee nach Frankreich, welcher im Jahre 1880 nur 55,9 % betrug, nahm von da ab stetig zu und erreichte im Jahre 1887 eine Höhe von 76,6 %. Während der Kaffeekonsum in Frankreich von 1876—1887 von 53487 t auf 63843 t anwuchs, mithin um ungefähr 20 % zunahm, vergrösserte sich die Kaffeeeinfuhr nach Havre in derselben Periode um etwa 32000 t, also um ca. 62 %.

2. Vom Erntejahr 1880/81 bis zum Erntejahr 1884/85 nahm die Einfuhr von Santoskaffee nach Havre in einer ganz auffallenden Weise zu: sie betrug 1880/81 213410 Säcke, stieg im folgenden Jahre um ca. 100000, im nächsten um weitere

---

[1] Sachv.-Vern. S. 2071. 2072.

[2] Die nachfolgend benutzten Statistiken sind mitgeteilt bei van Gülpen, Terminhandel und Börse, und in der erwähnten Hamburger Denkschrift.

120000 Säcke und erreichte im Jahre 1883/84 ihren Höhepunkt mit 841093 Säcken, also mit einem Zuwachs von mehr als 400000 Säcken gegen das Vorjahr, um im Jahre 1884/85 auf 716522 Säcke zu fallen. Die Uebersättigung des Havreser Marktes war aber damit gar zu gross geworden: die Importziffer des Jahres 1885/86 beträgt nur mehr 292852 Säcke. Denselben Verlauf nahmen die prozentualen Anteilsziffern des Havreser Marktes an der Santosausfuhr (1880/81: 17,7; 1881/82: 20,8; 1882/83: 23,7; 1883/84: 43,6; 1884/85: 33,0; 1885/86: 17,6). Desgleichen stieg die Gesamteinfuhr von Kaffee nach Havre von 992800 Ztr. im Jahre 1880 auf 2072000 Ztr. im Jahre 1885.

Nach diesen Ziffern kann es wohl keinem Zweifel unterliegen, dass die Stellung Havres unter den Kaffeemärkten der Welt seit Einführung des Termingeschäfts sich bedeutend gehoben hat. Nunmehr suchten Kaufleute und Handelsplätze den Havreser Markt auf, welche früher mit demselben gar keine Verbindungen unterhalten hatten. Stettin z. B., welches noch 1882 den Havreser Markt völlig ignorierte, bezog 1884 von dort 3764, 1885: 2906 und 1886: 3272 t[1]).

Auf wessen Kosten erfolgte nun diese Zunahme der Bedeutung Havres für den Kaffeehandel?

Seit Einführung des Termingeschäfts in Havre gingen zunächst die übrigen französischen Einfuhrhäfen langsam, aber stetig zurück. Marseille, dessen Anteil an der Gesamteinfuhr von Kaffee nach Frankreich allerdings schon von 1876—1880 zu Gunsten Havres ziemlich beträchtlich zurückgewichen war, nämlich von 26,6 % in 1876 auf 21,0 % in 1880, also um 5,6 %, erlebte seit 1881 eine ziemlich konstante Beschleunigung dieses Rückgangs. Die Einfuhr betrug 1881: 26523; 1882: 20796; 1883: 24691; 1884: 17113; 1885: 17857; 1886: 15118; 1887: 12400 t; der prozentuale Anteil Marseilles an der Gesamteinfuhr von Kaffee nach Frankreich war 1881: 19,6; 1882: 19,1; 1883: 17,5; 1884: 14,8; 1885: 13,4; 1886: 14,2; 1887: 12,6. Der Rückgang Marseilles berechnet sich danach für die Zeit von 1881—1887 auf ungefähr 50 % der absoluten

[1]) Sachv. Joachimsthal-Berlin S. 228.

und ca. 40 % der relativen Ziffern. Ein ähnliches Schicksal hatte Bordeaux, dessen Einfuhr von 12 288 t im Jahre 1881 bis zum Jahre 1887 auf 5595 t sank, während sein Anteil an der Gesamteinfuhr Frankreichs in derselben Zeit von 9,1 % auf 5,7 % herabging, was ebenfalls einem annähernden Rückgang der absoluten Ziffer um 50 %, der relativen um 40 % gleichkommt. Fast denselben Verlauf nahm die Kaffeeeinfuhr nach Nantes. Sie hatte 1881 die absolute Höhe von 2098 t (gegen 1616 t in 1880, 1688 in 1879 und 1876 im Jahre 1878), fiel dann allmählich, besonders seit 1884, und betrug 1887 nur mehr 702 t; die relativen Zahlen gingen in derselben Zeit von 1,6 auf 0,7 % zurück. Das bedeutet eine Abnahme des Anteils an der französischen Gesamteinfuhr um nahezu 60 %; ebenso gross erweist sich die Abnahme der absoluten Ziffern, selbst wenn man den Durchschnitt der Jahre 1878—1881 zum Ausgangspunkte nimmt.

Unter dem Terminhandel in Havre hatte aber auch der deutsche Kaffeehandel, insbesondere der Hauptplatz desselben, Hamburg, schwer zu leiden. Auch hierfür wollen wir die Zahlen sprechen lassen.

1. Der Anteil Hamburgs an der Santosausfuhr ging von 28 % im Erntejahre 1880/81 auf 14,7 % im Jahre 1883/84 zurück; darauf folgte im Jahre 1884/85 eine Erholung auf 18, im Jahre 1885/86 auf 25,7 %, dann wiederum ein Rückgang im Jahre 1886/87 auf 22,4 %. Gegen die Annahme, dass der Rückgang von 1880/81—1883/84 auf Rechnung des Terminhandels in Havre zu setzen sei, könnte allerdings die nicht unbeträchtliche Steigerung des Hamburger Anteils im Jahre 1885/86 und der gleichzeitige entsprechende Rückgang des Havreser Anteils ins Feld geführt werden. Der Grund für die abweichenden Ziffern des Jahres 1885/86 wird jedoch von der Hamburger Handelskammer wohl mit Recht darin gesucht, dass sich in Havre infolge des gesteigerten Imports in den vorhergehenden Jahren, insbesondere des ungewöhnlich hohen Imports von 1883/84 ein Lager von ca. 1 400 000 Säcken angesammelt hatte, und dass dementsprechend Havre im Jahre 1885/86 weniger aufnahmefähig war als das aller Vorräte entblösste Hamburg. Die Handelskammer zu Wesel macht hier-

gegen wiederum geltend, die Vergrösserung der Gesamteinfuhr nach Frankreich und speziell nach Havre liege nicht in der Einführung des Terminhandels, sondern in den grösseren Ernten Brasiliens, besonders in der Zunahme der Santoskaffees, von welchen selbstredend ein den früheren Zufuhren entsprechend grösseres Quantum nach Havre gegangen sei; allein hierauf ist zu erwidern: dieses „den früheren Zufuhren entsprechend grössere Quantum“ hätte doch auch nach Hamburg gehen können!

2. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Ueberblick über die Kaffeeeinfuhr in den freien Verkehr des Zollgebiets.

Jahr	Gesamt-Kaffee-Einfuhr in das Zollgebiet in Tonnen	Davon			
		aus Hamburg in Tonnen	in Proz.	aus Frankreich in Tonnen	in Proz.
1878	99 284	37 263	37,5	672	0,7
1879	112 594	41 153	36,6	563	0,5
1880	94 222	31 050	32,9	488	0,5
1881	104 153	38 770	37,2	1 296	1,2
1882	107 115	40 599	37,9	1 292	1,2
1883	114 175	43 007	37,7	2 710	2,4
1884	111 108	37 017	33,3	8 032	7,2
1885	118 134	40 790	34,5	9 867	8,4
1886	123 631	44 455	36,0	11 067	8,9

Die Steigerung der Kaffeeeinfuhr aus Frankreich — welche wir wohl ganz auf Rechnung Havres und des dortigen Termingeschäfts setzen dürfen — ist als eine sehr beträchtliche zu bezeichnen: von 488 t im Jahre 1880 auf 11067 t in 1886, also innerhalb eines Zeitraums von nur sieben Jahren um mehr als das zwanzigfache.

3. Nachstehend sind drei Statistiken aufgeführt, welche in einer Eingabe der Handelskammer Wesel an das preussische Handelsministerium ohne Quellenangabe mitgeteilt werden [1]).

[1]) Vgl. van Gülpen, Terminhandel und Börse S. 66 fg.

Tabelle I. **Totaleinfuhren von Kaffee.**

Die Zahlen bedeuten Zentner.

Jahr	Havre	Hamburg	London	Antwerpen	Holland
1879	1 116 800	1 682 000	1 617 400	800 400	1 386 400
1880	992 800	1 755 000	1 566 000	799 000	1 652 400
1881	1 518 400	1 933 000	1 212 800	942 200	1 551 900
1882	1 367 800	1 956 000	1 359 000	731 200	1 585 900
1883	1 736 200	1 978 000	1 398 200	834 200	2 166 100
1884	1 620 600	1 759 000	1 134 600	650 200	1 716 900
1885	2 072 200	1 917 000	1 035 600	790 000	1 620 200
1886	1 513 200	2 016 000	1 029 400	747 800	1 106 600
1887	1 440 600	1 764 000	1 046 200	505 000	1 382 400
1888	1 597 400	1 978 000	955 200	697 400	981 300

Tabelle II. **Ausfuhr von Java und Ceylon.**

Erntejahr	Java	Ceylon
1878/79	946 900 Säcke	687 100 Säcke
1879/80	1 290 900 „	557 400 „
1880/81	1 027 600 „	371 500 „
1881/82	1 224 100 „	478 700 „
1882/83	1 277 800 „	215 000 „
1883/84	1 393 000 „	266 000 „
1884/85	1 321 700 „	267 600 „
1885/86	681 700 „	190 000 „
1886/87	1 092 500 „	154 000 „
1887/88	498 800 „	111 100 „

An diese Statistiken knüpft diese Handelskammer folgende Argumentationen: „Aus der vergleichenden Einfuhrstatistik geht hervor, dass die vorhandenen Kolonialverbindungen den Haupteinfluss auf die Zu- und Abnahme des Kaffeeverkehrs an den Stapelplätzen haben. London ist durch die Abnahme der Ceylonernte, Holland durch die Abnahme der Javaernte zurückgegangen. Havre und Antwerpen, deren Spezialität Santoskaffee war, haben in den deutschen Absatzgebieten Hollands und Englands den Ausfall von Javakaffee mit Santoskaffee,

welcher den besten Ersatz für Java liefert, gedeckt. Hamburg hat bis 1882 hauptsächlich Rio-, Cearà- und Bahiakaffees eingeführt, welches meist scharfschmeckende ordinäre Kaffees sind, die als Ersatz für Javakaffees nicht passen; es hat alsdann die durch den deutschen Export so sehr gehobene Dampfschiffsgelegenheit benutzt, um mehr Santoskaffee einzuführen und auch in Deutschland sein Kaffeegeschäft auszudehnen. Hamburg hat dadurch von der Deckung des Ausfalls in Holland und England seinen Teil mitbekommen und seine eigene Einfuhr und seine Einfuhr nach Deutschland in den letzten zwei Jahren etwas vergrössert."

Tabelle III. **Einfuhr von den verschiedenen Brasilkaffees in Hamburg.**

Jahr	Santos	Rio, Bahia, Cearà
1879	337 037 Säcke	326 250 Säcke
1880	315 709 "	409 301 "
1881	395 657 "	506 330 "
1882	383 359 "	537 751 "
1883	440 831 "	447 328 "
1884	462 144 "	332 995 "
1885	453 218 "	323 186 "
1886	533 804 "	332 190 "
1887	557 859 "	233 645 "
1888	557 605 "	297 209 "

Sehen wir zunächst von den für die Jahre 1887 und 1888 bezüglich Hamburgs mitgeteilten Ziffern ab! Die Schlussfolgerungen der Weseler Handelskammer können aus folgenden Gründen nicht als stichhaltig anerkannt werden. Einmal ist es ein Fehler, die Zahlen der Tabellen I und II in eine Beziehung zu einander zu setzen; denn die Ziffern der Tabelle I gelten für das Kalenderjahr vom 1. Januar bis 31. Dezember, die der Tabelle II dagegen für das Kaffeeerntejahr vom 1. Juli bis 30. Juni. Aber selbst wenn man von diesem Fehler absieht, so lässt sich der Rückgang der Einfuhren nach London und Holland zum mindesten nicht allein aus der Abnahme der Ceylon-, bezw. der Javaernte erklären. Während die Total-

einfuhr nach London von 1882 auf 1883 um ca. 30 000 Ztr. zunahm, fiel die Ceylonernte in den betreffenden Erntejahren um 263 000 Säcke; im folgenden Jahre steigt die Ceylonernte um ca. 50 000 Säcke, die Londoner Einfuhr fällt um 260 000 Ztr. Das gleiche Resultat ergibt sich für die Beziehungen zwischen Holland und Java, wie ein Vergleich der Ziffern für die Jahre 1882—1884 beweist. Die Ziffern der Tabelle III lassen sich nicht, wie die Weseler Handelskammer folgert, daraus erklären, dass Hamburg bis 1882 die deutsche Geschmacksrichtung verkannt habe, indem es den ordinären Riokaffee in so grossen Mengen importierte, sondern daraus, dass die Verbindungen Hamburgs mit den nordischen Ländern, in denen diese harten, bitteren Kaffees mit Vorliebe konsumiert werden, bis 1882 sich stetig ausgedehnt haben. Vom Jahre 1882 an nimmt die Einfuhr von diesen Kaffees nach Hamburg ziemlich rapid ab; sie fällt von 537 751 Säcken im Jahre 1882 auf 233 645 Säcke im Jahre 1887, also innerhalb sechs Jahren um mehr als 300 000 Säcke. Der Grund hiervon liegt darin, dass eben die Verbindungen Hamburgs mit den nordischen Plätzen zurückgingen, indem diese zum Teil direkt aus Brasilien importierten, zum grossen Teil aber den Havreser Markt aufsuchten. Suchen wir aus Tabelle I das Verhältnis der Totaleinfuhren Havres zu denen Hamburgs, Londons, Antwerpens und Hollands, so berechnet sich dasselbe, wenn man die Havreser Einfuhren immer mit 1 bezeichnet, in folgender Weise:

Jahr	Havre	Hamburg	London	Antwerpen	Holland
1879	1	$1^{6}/_{11}$	$1^{5}/_{11}$	$^{8}/_{11}$	$1^{3}/_{11}$
1880	1	$1^{8}/_{10}$	$1^{6}/_{10}$	$^{8}/_{10}$	$1^{7}/_{10}$
1881	1	$1^{4}/_{15}$	$^{12}/_{15}$	$^{9}/_{15}$	$1^{1}/_{15}$
1882	1	$1^{6}/_{14}$	1	$^{7}/_{14}$	$1^{2}/_{14}$
1883	1	$1^{3}/_{17}$	$^{14}/_{17}$	$^{8}/_{17}$	$1^{5}/_{17}$
1884	1	$1^{2}/_{16}$	$^{11}/_{16}$	$^{7}/_{16}$	$1^{1}/_{16}$
1885	1	$^{19}/_{21}$	$^{10}/_{21}$	$^{8}/_{21}$	$^{16}/_{21}$
1886	1	$1^{5}/_{15}$	$^{10}/_{15}$	$^{7}/_{15}$	$^{11}/_{15}$
1887	1	$1^{4}/_{14}$	$^{10}/_{14}$	$^{5}/_{14}$	1
1888	1	$1^{4}/_{16}$	$^{10}/_{16}$	$^{7}/_{16}$	$^{10}/_{16}$

Zieht man in Betracht, dass Havre 1879 um $^{1}/_{5}$ mehr importiert hatte als in den vorhergehenden Jahren, und dass ebenso das Jahr 1886 ein abnormes war, so beweist die Tabelle I in der That, dass Havre seit 1881, seit der Einführung des Termingeschäfts seine Einfuhren wesentlich vergrössert hat; dass die übrigen europäischen Häfen und besonders auch Hamburg seit jener Zeit an Bedeutung für den Kaffeeimport insgesamt verloren haben. London, das 1880 anderthalbmal soviel importierte wie Havre, konnte 1885 nur mehr die Hälfte, 1887 und 1888 nur mehr $^{2}/_{3}$ des Havreser Importes einführen. Die Einfuhr Antwerpens sinkt von $^{4}/_{5}$ des Havreser Anteils im Jahre 1880 auf $^{1}/_{3}$ im Jahre 1885. Die Einfuhr Hollands, welche 1880 die Havres um mehr als die Hälfte überstiegen hatte, bleibt 1885 um $^{1}/_{3}$ hinter der Havreser Einfuhr zurück. Das Verhältnis Havres zu Hamburg endlich, welches 1880 noch das von $1 : 1^{8}/_{10}$ gewesen war, verschiebt sich ziemlich konstant zu Ungunsten Hamburgs, und wird 1885 das von $1 : {}^{19}/_{21}$.

Das Ergebnis dieser Zahlenbetrachtung ist also, dass seit 1881, seit der Einführung des Termingeschäfts in Havre, die Bedeutung Havres für den Kaffeehandel gestiegen ist auf Kosten der übrigen europäischen Häfen, und besonders auch Hamburgs. So finden wir es sehr begreiflich, wenn die Jahresberichte der Hamburger Handelskammer über den Rückgang des Hamburger Kaffeegeschäfts Klage führen. Der Jahresbericht für 1885 konstatiert, dass infolge des Termingeschäfts in Havre eine starke Ablenkung der Zufuhren dorthin sich bemerkbar mache, während in den direkten Zufuhren nach Hamburg ein Ausfall eingetreten sei. Im Berichte für das Jahr 1886 findet sich folgender Passus: „Die Beteiligung am Havreser Spekulationsgeschäft ist auch hier eine recht bedeutende geworden, da sich unsre Börse mit Erfolg diesem Treiben nicht entgegenstellen kann und auf spekulativem Wege erzielte Avancen für viele etwas sehr Verlockendes haben . . . mehr oder weniger wird jetzt jeder Widerstrebende dahin gedrängt, sich im Interesse des Geschäfts an der Spekulation zu beteiligen; durchgehends aber ist man, so unternehmungslustig unsre Kaufmannschaft auch ist, kein Freund dieser aus der Spekulation

hervorgehenden Unsicherheit und beständigen Unruhe.“ Seit dem Jahre 1881 waren verschiedene Havreser Firmen nach Hamburg gezogen, andre hatten daselbst Zweigniederlassungen gegründet. Von diesen Einwanderern ging die erste Anregung zur Einführung des Kaffeetermingeschäfts in Hamburg aus. Im Jahre 1887 wurde der „Verein der am Kaffeehandel beteiligten Firmen“ gegründet, angeblich um die Interessen des Kaffeehandels zu verteidigen, in Wirklichkeit, um das Termingeschäft einzuführen. Aber das ging nicht ohne Kämpfe vor sich. Hervorragende Kaufleute, alte angesehene Firmen leisteten hartnäckigen Widerstand. Allein schliesslich unterlagen die Gegner des Termingeschäfts, und am 11. Juni 1887 trat, nach dem Beispiel Havres, die „Warenliquidationskasse“ ins Leben und mit ihr der Kaffeeterminhandel. Ebenfalls im Jahre 1887 wurde der Kaffeeterminhandel eingeführt in Antwerpen und Marseille, ferner am 27. Februar 1888 in London, am 29. Februar 1888 in Amsterdam und am 14. April 1888 in Rotterdam.

Welche Wirkungen die Einführung des Kaffeetermingeschäfts in Hamburg äusserte, wird später zu untersuchen sein. Vorerst gilt es, die Technik des Kaffeetermingeschäfts ins Auge zu fassen.

II. Technik des Kaffeeterminhandels.

1. Lieferungsquantum und Lieferungsqualität.

Gegenstand des Geschäfts sind 500 Sack good average Santoskaffee oder ein Vielfaches hiervon. Diese Lieferungseinheit von 500 Sack wird gewöhnlich als „Los“ bezeichnet. Jedes Los muss gleichwertig sein: $^2/_6$ superior, $^3/_6$ good, $^1/_6$ regular. Verschiebungen sind statthaft; jedoch darf ein Los niemals weniger als $^1/_6$ superior und niemals mehr als $^2/_6$ regular enthalten. Diese „Typen“ werden alljährlich bis spätestens 31. Januar vom Vorstand des Vereins der am Kaffeehandel beteiligten Firmen festgestellt. Da das Ergebnis der brasilianischen Kaffeeernte hierfür massgebend ist, so sind die Typen in den einzelnen Jahren verschieden. Bei den unge-

sunden Arbeitszuständen in Brasilien ist die Qualität schlechter bei grossen Ernten, weil eben die Arbeitskräfte fehlen, um die Ware sorgfältig zu behandeln [1]). Wie leicht erklärlich, waren die in den letzten Jahren in Brasilien ausgebrochenen bürgerlichen Unruhen hierfür von weittragender Bedeutung.

Seit dem Sturze des Kaisertums in Brasilien haben sich die Arbeitszustände dort noch mehr verschlechtert, und die Qualität von Santoskaffee ist zeitweise eine so schlechte gewesen, dass im Hamburger Freihafen grosse Verlesungsanstalten errichtet werden mussten, um die Ware wenigstens vom ärgsten Schmutz zu reinigen. — Auch hier erhebt sich die Frage: Wie ist die Terminqualität im Konsum verwendbar?

Am günstigsten liegt die Sache für den Hamburger Händler, da dieser alle Sorten verwerten kann; die besseren, weichschmeckenden im Binnenland, die von hartem Geschmack nach dem Norden [2]). Ebenso ist die Terminware ohne weiteres verwendbar für Binnenhändler, welche für die hartschmeckenden Sorten Verwendung haben, wie z. B. Berliner Firmen, die auch nach der Provinz handeln [3]). Im übrigen hängt die Verwendbarkeit der Terminqualität natürlich wesentlich vom Ausfall der Ernte ab, und hat in den letzten Jahren etwas gelitten. Infolgedessen müssen die Binnenhändler, besonders in den grösseren Städten, wo nur bessere Sorten konsumiert werden, den Terminkaffee häufig noch besonders verlesen lassen; oder sie vereinbaren mit ihrem Hamburger Kommissionär, dass er unbrauchbare Terminlose umtauscht, woraus sich „im grossen und ganzen keine Schwierigkeiten ergeben“ [4]).

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2081. 2089. Diese Arbeitsverhältnisse bilden den Gegenstand einer Reihe von gesetzgeberischen Experimenten der brasilianischen Regierung. Die Aufhebung der Sklaverei, welche sich Ende der achtziger Jahre allmählich vollzog, verursachte einen Mangel an Arbeitskräften; um diesem abzuhelfen, wollte die Regierung anfangs Chinesen importieren, stand aber später davon ab. Seitdem wurde eine Erleichterung der Einwanderung aus Italien angestrebt.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2084. 2089.

[3]) Sachv.-Vern. S. 2228. 2229.

[4]) Sachv.-Vern. S. 2260. 2259. 2212. 2258.

2. Einfluss der Liquidationskasse auf die Technik.

Der Hamburger Kaffeeterminhandel ist enge angegliedert an die Warenliquidationskasse, welche ein faktisches Monopol für den Abschluss von Termingeschäften in Kaffee hat.

Jeder der beiden Kontrahenten muss bei Einreichung der Schlussnoten einen Einschuss von mindestens 3 Mk. pro Sack hinterlegen [1]). Die Höhe des Einschusses wird für alle Geschäfte gleichheitlich von der Gesellschaft bestimmt, in einzelnen Fällen kann jedoch die Kasse mit Rücksicht auf ihre eigene Sicherheit davon abweichen. Die Schlussnoten werden durch die bei der Liquidationskasse zugelassenen Makler aufgegeben. Wenn der Einschuss geleistet ist, so wird der Kontrakt in das Eingangsbuch eingetragen. Am folgenden Tage bis 12 Uhr übersendet dann die Liquidationskasse den „Liquidationsschein" für je 500 Sack; in diesem ist Preis und Lieferungszeit angegeben, sowie die Erklärung, dass sich die Kasse jedem Kontrahenten gegenüber als Gegenkontrahentin anerkenne und dadurch für die Erfüllung des Geschäfts garantiere. Sobald Preisschwankungen von 1 Pf. per Pfund oder mehr eintreten, fordert die Kasse am nächsten Tage um 10 Uhr von demjenigen Kontrahenten, dessen Verantwortlichkeit sich dadurch vergrössert hat, einen Nachschuss ein; ebenso wenn der Wert der früher für die Erfüllung der Einschuss- und Nachschussverpflichtung gegebenen Sicherheiten sich verringert [2]). Der Vorstand der Liquidationskasse *kann* von der Einforderung eines Nachschusses absehen, wenn der Verkäufer glaubhaft nachweist, dass er im stande ist, die verkaufte Ware rechtzeitig zu liefern. Faktisch wird davon abgesehen, wenn die Korrespondenz von einem solventen Hause ausgeht [2]). Dagegen *muss* die Kasse von der Einforderung des Nachschusses absehen, falls und soweit andre Geschäfte, welche mit demselben Kontrahenten auf denselben Monat abgeschlossen sind, gegen die Tagesnotierung einen Gewinn für den betreffenden

[1]) Der Einschuss betrug früher 6 Mk. und wurde nach dem Vorgehen Havres auf 3 Mk. ermässigt. Sachv.-Vern. S. 2122.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2133.

Kontrahenten ergeben, und sodann, wenn der Verkäufer einen indossierten Lagerschein oder ein indossiertes Konnossement nebst den erforderlichen indossierten Policen bei der Gesellschaft deponiert. Eventuell wird der schon geleistete Nachschuss zurückbezahlt. Kommt ein Kontrahent mit der Zahlung des Einschusses oder Nachschusses in Rückstand, so kann die Gesellschaft ohne weiteres alle oder einzelne Kontrakte des Säumigen liquidieren, für die sich dann ergebende Forderung an die deponierten Gelder und Sicherheiten sich halten, und diese Sicherheiten für Rechnung des Deponenten verkaufen.

3. Andienung[1]).

Der Verkäufer ist berechtigt, schon in den letzten drei Werktagen des dem Lieferungsmonat vorhergehenden Monats, und verpflichtet, spätestens drei Werktage vor dem letzten Werktage des Lieferungsmonats die Ware anzudienen, die Gesellschaft selbst kann bis 11 Uhr am letzten Werktage des Lieferungsmonats andienen.

Die Andienung muss auf bestimmten Formularen geschehen, welche von der Gesellschaft ausgegeben werden. Dieses Andienungsformular muss enthalten die Nummer des Kontrakts, gegen den sie valediert, d. h. also die Nummer, unter welcher seiner Zeit der Kontrakt ins Eingangsbuch der Gesellschaft eingetragen wurde, ferner die Sorten, Marken, die Sackzahl der Partien, aus denen das Los besteht, sowie den Lagerungsort der einzelnen Partien. Zugleich mit dem Andienungsschein muss der von der Gesellschaft seiner Zeit ausgegebene Liquidationsschein, sowie ein Certifikat der Sachverständigen, in welchem die Lieferbarkeit der anzudienenden Ware bestätigt wird, bei der Kasse eingereicht und der indossierte Lagerschein deponiert werden. Es kann somit eine unkontraktliche Ware gar nicht zur Andienung kommen. Jedoch ist zugelassen, dass an Stelle von superior, von welchem jedes Terminlos 1/3 enthalten muss, gleich- oder mehrwertiger Kaffee, z. B. Guatemala, angedient und geliefert werde; jedoch muss in diesem

[1]) B.O. S. 49. 50. 51.

Falle ein Pönale von 2 Mk. per Sack für das Los gezahlt werden [1]). Die Liquidationskasse übergibt die vom Verkäufer eingereichte Andienung einem Käufer, welcher aus Kontrakten auf den betreffenden Monat zu empfangen hat. Die Reihenfolge, in welcher den Käufern angedient wird, bestimmt sich nach der Eintragung der Kontrakte in die Bücher der Gesellschaft. Jeder Käufer muss eine Andienung annehmen. Will er die angediente Ware nicht empfangen, sondern für denselben Termin weiter verkaufen, so muss er innerhalb einer Stunde nach Empfang der Andienung der Kasse den Andienungsschein unter Bezeichnung des Maklers, dessen er sich beim Verkauf bedient hat, zurückliefern; andernfalls muss der Käufer binnen drei Tagen nach der Andienung an die Gesellschaft die Ware bezw. den Lagerschein gegen Zahlung des Kaufpreises übernehmen. Ist jemand auf denselben Termin Käufer und Verkäufer, so hat er das Recht, die beiden sich kompensierenden Liquidationsscheine bei der Kasse einzureichen. Macht er von diesem Rechte Gebrauch, so wird sofort abgerechnet; ein etwaiges Guthaben wird dem Kontrahenten gutgeschrieben oder auf Verlangen ausbezahlt; eine zu seinen Ungunsten sich ergebende Differenz muss sofort beglichen werden. Stehen sich am Schlusse des Lieferungstermins zwei Liquidationsscheine gegenüber, in deren einem der betreffende Kontrahent als Käufer und in deren anderm er als Verkäufer erscheint, so werden die beiden Liquidationsscheine zwangsweise kompensiert.

4. Folgen des Verzugs mit Andienung, Zahlung oder Abnahme.

Wenn der Verkäufer mit der Andienung in Verzug gerät, so kann die Liquidationskasse entweder die Differenz zwischen Kaufpreis und zuletzt notiertem Terminpreis fordern oder ohne weiteres sich für Rechnung des im Verzuge befindlichen Verkäufers decken. Kommt der Käufer mit der Zahlung des Kaufpreises in Verzug, so kann der Verkäufer entweder die

---

[1]) Diese Bestimmung wurde nach dem Corner von 1888 getroffen.

Erfüllung des Vertrags und Schadenersatz wegen verspäteter Erfüllung verlangen oder nach vorgängiger Anzeige an den Käufer die Ware für Rechnung des säumigen Käufers bestmöglichst verkaufen und Schadenersatz fordern. Ist der Käufer mit der Abnahme in Verzug, so kann der Verkäufer nach vorheriger Anzeige an den Käufer die Ware in Gewicht nehmen lassen; das Resultat solcher Gewichtsfeststellung ist für den Käufer bindend. Diese Bestimmungen gelten auch für die Gesellschaft, soweit sie als Käufer oder Verkäufer fungiert.

5. Schiedsgerichtliches Verfahren.

Zur Entscheidung von Rechtsstreitigkeiten aus Kaffeetermingeschäften werden vom Vorstand des Vereins der am Kaffeehandel beteiligten Firmen für jedes Kalenderjahr aus den Vereinsmitgliedern Schiedsrichter je nach Bedürfnis ernannt. Für die Ernennung des im einzelnen Falle zu bildenden Schiedsgerichtes wird vom Vereinsvorstand ein Vorstandsmitglied delegiert. Das Schiedsgericht tritt nur dann in Thätigkeit, wenn die streitenden Parteien vorher schriftlich erklären, sich dem Schiedsspruche unter Verzicht auf den ordentlichen Rechtsweg unterwerfen zu wollen. Gesuche um Entscheidung von Streitigkeiten durch das Schiedsgericht sind schriftlich beim Vorstande einzureichen. Das für die Ernennung der Schiedsrichter delegierte Vorstandsmitglied ernennt hierauf aus der Zahl der jeweiligen Vereinsschiedsrichter einen Vorsitzenden und zwei Beisitzer; zu den Verhandlungen ist ein juristischer Beistand mit beratender Stimme zuzuziehen. Ueber Ablehnung von Schiedsrichtern und das Verfahren gelten ähnliche Bestimmungen wie im Berliner Getreidehandel.

III. Beteiligung am Kaffeeterminhandel.

Vor allem benutzen den Terminmarkt die Importeure, besonders zur Sicherung weit aussehender Geschäfte [1]). Wer

[1]) Sachv.-Vern. S. 2062. 2102. 2113. 2088. 2083. 2211. 2218. 2248.

also Kaffee in Brasilien kauft, verkauft das gleiche Quantum auf einen späteren Termin. Wenn die Zufuhren eintreffen, so werden sie durchaus nicht immer, ja in den seltensten Fällen effektiv angedient, sondern der Importeur kauft seinen Termin zurück und verkauft seine Ware effektiv da, wo er den höchsten Preis erzielt.

Zu dieser Versicherung sind die Importeure durch die eigenartigen Verhältnisse in manchen kaffeebauenden Ländern nahezu gezwungen. Zentralamerikanischer Kaffee z. B. muss schon lange vor der Ernte gekauft werden; zur Zeit der Ernte selbst befindet er sich längst in zweiter Hand und ist natürlich entsprechend teurer. Im Durchschnitt müssen die Abschlüsse schon ein ganzes Jahr vor der Ernte gemacht werden. Würde nun der Importeur diesen Kaffee etwa nach einem Vierteljahre auf europäischen Märkten verkaufen wollen, so bekäme er dafür ca. 10 % weniger, als der wirkliche Kaffee, der dann am Markt ist, wertet; die späteren Termine dagegen sind nur 2—3 % weniger wert [1]). Verkauft er also auf einen späteren Termin, so hat er einen Nutzen von 7—8 %. Das ist nun freilich eine schiefe Versicherung, eine Versicherung, die nicht korrekt deckt, da im Termin nur Santoskaffee gehandelt wird. Weil aber die zentralamerikanischen Kaffees zu den feineren Sorten zählen, so erzielen sie bei normalem Verlauf der Preisbewegung entsprechend höhere Preise als Santoskaffee, und so wird sich bei normalen Zeiten auch die Versicherung von zentralamerikanischen Sorten gegen Santos rentieren. In der That werden die Geschäfte fortwährend so gemacht [2]). Ebenso ist es üblich, Importe von Kaffee, der dem Santos gleichwertig ist, wenn auch andrer Provenienz, in der geschilderten Weise zu versichern.

Zum Zwecke der Sicherung gegen Preisschwankungen beteiligen sich auch die Firmen, welche nach den nordischen Ländern, nach Norwegen, Schweden, Finnland, Russland exportieren, am Terminmarkt. Die G r o s s h ä n d l e r im Binnenlande benutzten den Terminmarkt besonders in der ersten Zeit

---

1) Sachv.-Vern. S. 2088.

2) Sachv.-Vern. S. 2088. 2236. 2239.

seiner Einführung in umfassender Weise, sollen aber dann sich mehr und mehr davon zurückgezogen haben, und jetzt nur mehr wenig darin thätig sein[1]). Dagegen ist die Beteiligung des Grosskapitals[2]), sowohl einzelner Grosskapitalisten als auch der Banken und Bankiers, eine sehr rege. Nicht selten werden diese Kapitalisten zu Konsortien vereinigt und beteiligen sich dann unter Führung von Maklern am Terminhandel.

Was die Beteiligung von Privatleuten ohne besonderes Kapital, von Outsiders, anlangt, so war dieselbe in den ersten Jahren 1887 und besonders 1888 eine recht grosse. Es kam sogar vor, dass Personen, welche nicht das nötige Geld besassen, um ein ganzes Los von 500 Sack zu handeln, sich zu Gruppen zusammenthaten und zu vieren oder fünfen ein Terminlos handelten[3]). Im übrigen ist auch hier vielfach übertrieben worden[4]). Uebereinstimmende Aussage der Sachverständigen ist, dass seit jener Zeit die Beteiligung des kapitalschwachen Privatpublikums ganz minimal geworden ist.

IV. Die Folgen der Einführung des Kaffeetermingeschäfts in Hamburg.

Die Wirkungen, welche die Einführung des Terminhandels in Kaffee auf den Hamburger Markt ausübte, waren für Hamburg die denkbar günstigsten. Es kam frisches Leben in den Hamburger Kaffeehandel. Dieser war nunmehr gegenüber dem Havreser Markt wieder konkurrenzfähig geworden, und eroberte sich rasch wieder seine frühere glänzende Stellung auf dem Weltmarkte. Im Jahre 1887/88 steigerte Hamburg seinen Anteil an der Santosausfuhr um 4,3 % gegen das Vorjahr, während der Havreser Anteil gleichzeitig um 4 % zurückging. Die oben S. 74 mitgeteilte Statistik der Totaleinfuhren von Kaffee zeigt an, dass Hamburg die bereits 1886 — unter anormalen Verhältnissen — wiedergewonnene dominierende Stellung unter

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2237 (Sachv. Magenau-Hamburg).
[2]) Sachv.-Vern. S. 2065. 2213. 2237.
[3]) Sachv.-Vern. S. 2095.
[4]) Sachv.-Vern. S. 2094.

den europäischen Kaffeemärkten im Jahre 1887 behauptete und 1888 noch mehr befestigte. Der Anteil Hamburgs an der Kaffeeeinfuhr in den freien Verkehr des Zollgebiets stieg von 36 % im Jahre 1886 auf 41 % im Jahre 1888; gleichzeitig ging der Anteil Frankreichs — i. e. Havres — an der Versorgung des Zollgebiets von 8,9 auf 4,3 % zurück. Der Anteil des Hamburger Eigenhandels an der Hamburger Kaffeeeinfuhr stieg von 47,6 % im Jahre 1885 und 49,7 % im Jahre 1886 auf 65,1 % im Jahre 1887 und behauptete sich 1888 auf 62,1 %. Noch deutlicher zeigen sich die Folgen des Termingeschäfts in nachfolgender Tabelle:

Hamburgs Einfuhr aus Brasilien nach Eigenhandel und Durchfuhr.

Jahr	Gesamte Einfuhr aus Brasilien	Davon Einfuhr für den Eigenhandel Hamburgs		Transit über Hamburg	
		in Tonnen	in %	in Tonnen	in %
1884	41 847 Tonnen	17 424	41,6	24 423	58,4
1885	46 838 „	19 077	40,7	27 761	59,3
1886	47 952 „	21 535	44,9	26 417	55,1
1887	44 600 „	28 799	64,6	15 801	35,4
1888	45 328 „	29 361	64,8	15 967	35,2

Der Anteil des Hamburger Eigenhandels an der Gesamteinfuhr aus Brasilien, welcher selbst in dem anormalen Jahre 1886 nur 44,9 % beträgt, schnellt 1887 mit einem jähen Ruck empor auf 64,6 % und behauptet sich im Jahre 1888 mit 64,8 % siegreich in der wiedereroberten Stellung.

Kann es nach dem Dargelegten keinem Zweifel unterliegen, dass die Bedeutung Hamburgs als Kaffeemarkt seit und infolge der Einführung des Termingeschäfts in erheblichem Masse gestiegen ist, so erhebt sich andrerseits die Frage: welches waren die Wirkungen des Termingeschäfts auf den binnenländischen Kaffeehandel?

Durch die Einführung des Termingeschäfts hat Hamburg den direkten Verkehr zwischen den Grosshändlern des Binnenlandes und dem Ursprungslande ziemlich gelähmt. Zwar be-

stehen noch immer direkte Beziehungen zwischen denselben; da aber der Terminmarkt oft wochen- und monatelang billiger ist als das Ursprungsland, so kaufen die Binnenhändler in einer solchen Periode natürlich am Terminmarkt ein; dadurch erleidet aber ihr direkter Verkehr mit dem Ursprungslande eine Unterbrechung, und die einmal unterbrochenen Beziehungen lassen sich später nicht wieder in demselben Masse anknüpfen. Daraus erklärt sich denn auch die oben mitgeteilte Abnahme des Transitverkehrs von Brasilien über Hamburg, bezw. die relative Steigerung der Einfuhr für den Hamburger Eigenhandel [1]. Aber nicht bloss die für den deutschen Konsum arbeitenden Grosshändler werden so vom direkten Verkehr mit dem Ursprungslande abgeschnitten; auch diejenigen Plätze, welche, wie z. B. Stettin, nach dem Norden arbeiten, also für Santoskaffee gar keine Verwendung haben, sondern harte Sorten, besonders Riokaffee handeln, suchen nunmehr in gesteigertem Masse den Hamburger Markt auf; ja der Bericht der Hamburger Handelskammer für das Jahr 1888 konstatiert bereits die Thatsache, dass die nordischen Plätze selbst von direkten Importationen mehr und mehr zurückkämen und es vorzögen, von Hamburg aus sich für ihren Bedarf zu versorgen, und der Bericht bemerkt dazu, diese Thatsache sei wohl zum grossen Teile eine Folge des Termingeschäfts [2]. Seit und infolge der Einführung des Termingeschäfts ist es ferner dem Binnenhändler nicht mehr möglich, grosse Vorräte aufzuspeichern, grosse Lager zu halten, denn in diesem Falle muss er das ganze Risiko einer rückgängigen Konjunktur tragen, wenn er sich nicht im Terminmarkt versichert; die Versicherung ist ihm aber zu teuer im Verhältnis zu seinem Umsatz; und da er dem Terminmarkt ferne steht, so kann er die Preisbewegungen nicht genau überblicken, die Konjunkturen nicht nach jeder Richtung ausnutzen, er hat nicht die Bewegungsfreiheit wie der Grosshändler am Terminmarkt. Daraus erklärt sich die lebhafte Agitation, welche ein Teil der binnenländischen Kaffeegrosshändler unter der Führung der Firma Lensing & van Gülpen

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2084. 2085. 2236.

[2]) Jahresbericht der Hamburger Handelskammer S. 116.

in Emmerich (Handelskammerbezirk Wesel) gegen den Hamburger Terminhandel entfaltet hat [1]).

Wie steht es mit dem Detaillisten? Ein Berliner Sachverständiger behauptet, die Detaillisten seien am meisten durch den Terminhandel geschädigt worden; das liege in den eigenartigen Verhältnissen Berlins. „Es hat sich hier im Laufe der Zeit eine Preisbasis gebildet von 120, 140, 160, und es bewegt sich dazwischen kein Wertstand. Der Mann ist gezwungen, wenn irgend ein andrer grosser Detaillist noch guten und billigen Kaffee zu 14 Groschen gibt, gleichfalls, obwohl er heute teurer einkauft, auch noch den Kaffee zu 14 Groschen abzugeben . . . Die raschen Schwankungen, die der Terminhandel mit sich bringt, schädigen den Kleinhandel ganz unendlich. Der Mann ist mit seinem Vorrate, will ich sagen, zu Ende. Er ist genötigt, einzukaufen. Ja, augenblicklich ist die Lage für ihn sehr ungünstig. Er muss den Kaffee, den er mit 12 Groschen verkauft, mit 116, 117 Pf. pro Pfund bezahlen; er verdient 3 Pf. pro Pfund. Das ist ein Unglück für den Mann, während, wenn der Terminhandel nicht die schnelle Bewegung herbeigeführt hätte, der Vorrat überall aufgezehrt sein würde und die Preise sich allgemein erhöht hätten“ [2]). Ausser dieser zweifelhaften Behauptung finden sich in den Materialien der Börsenenquetekommission über die Wirkungen des Termingeschäfts auf den Kleinhandel keine Mitteilungen.

---

[1]) Vgl. hierüber Fuchs a. a. O.; und van Gülpen a. a. O.
[2]) Sachv. Gierth S. 2086. 2087.

Viertes Kapitel.

Der Zuckerterminhandel.

I. Geschichtliches [1]).

Zucker wird vornehmlich gewonnen aus Zuckerrohr und Zuckerrüben. Bis in die zweite Hälfte dieses Jahrhunderts war die Produktion von Rübenzucker im Verhältnis zur Rohrzuckerproduktion von verschwindender Bedeutung. Der Anteil des Rübenzuckers an der Gesamtzuckerproduktion war noch 1852/53 14 %, steigerte sich aber dann sehr rasch und betrug 1869/70 32,7 %, 1874/75 40,6 %, 1882/83 50,1 %: er hat sich auf dieser Höhe bis in die jüngste Zeit erhalten, seit 1888/89 die Rohrzuckerproduktion nicht unbeträchtlich überflügelt; 1893/94 war der Prozentsatz 53,2. Die Gesamtproduktion der verschiedenen Länder an Rübenzucker betrug 1852/53 bloss 202810 t, 1871/72 bereits 1051350 t, 1880/81 1820734 t, 1889/90 3523737 t, und im Jahre 1893/94 3725000 t. Die Gesamtzuckerproduktion für den Weltmarkt betrug 1893/94 nahezu 7 Millionen Tonnen. Den Hauptanteil an der Rübenzuckerproduktion haben Deutschland, Frankreich, Russland und Oesterreich-Ungarn. 1880/81 hat Deutschland die erste Stelle unter den Rübenzuckerländern erobert und seit dieser Zeit die übrigen Länder weit überflügelt. Im Laufe der Entwickelung hat die Gewinnung von Rübenzucker in Deutschland immer mehr den Charakter eines landwirtschaftlichen Nebenbetriebs verloren; gegenwärtig gehören die Zuckerfabriken zu

---

[1]) Cfr. Paasche, Zuckerhandel und Zuckerindustrie der Welt; Art. Zuckersteuer im Handwörterbuch der Staatswissenschaften.

unsern technisch am besten eingerichteten Grossbetrieben. Die Zahl der Fabriken, welche als Aktiengesellschaften gegründet sind und ihren Aktionären die Verpflichtung zum Rübenbau auferlegen, eventuell auch noch anderwärts Rüben zukaufen, hat in Deutschland immer mehr zugenommen.

Die Hauptzentren der deutschen Zuckerindustrie sind die preussischen Provinzen Sachsen, Hannover und Schlesien, ferner die Herzogtümer Braunschweig und Anhalt; in neuerer Zeit haben auch Westpreussen, Brandenburg und Posen den Rübenbau energisch aufgenommen.

Die wichtigsten ausländischen Absatzgebiete für den deutschen Rübenzucker sind England und die Vereinigten Staaten; von Bedeutung sind ferner Holland, Frankreich, die Schweiz und die skandinavischen Reiche.

Welches war der Gang des Zuckerhandels bis zur Einführung des Termingeschäfts?

In der ersten Hälfte dieses Jahrhunderts wurde der Zuckerausfuhrhandel vollständig von Ausländern, vorwiegend englischen und holländischen Firmen betrieben, welche anfangs den Zucker durch inländische Vertreter aufkaufen liessen, später besonders in Magdeburg Zweigniederlassungen gründeten. Der Grund hiervon lag in folgendem: Fast die ganze Jahresproduktion der Rübenzuckerfabriken fällt in die Zeit von September bis Januar; im Dezember treffen gewöhnlich auch schon ziemliche Mengen von Rohrzucker auf dem Weltmarkte ein. Die deutsche Zuckerindustrie entbehrte jeglicher Organisation; die gegenseitige Konkurrenz der völlig isolierten, vom deutschen Kapital anfangs nicht genügend unterstützten Betriebe brachte es dahin, dass gewöhnlich während und unmittelbar nach der Campagne die ganze Jahresproduktion auf den Markt geworfen wurde.

Unter diesen Verhältnissen war es dem mit grosser Kapitalmacht ausgerüsteten Zuckerhandel des Auslands, besonders Englands und Hollands, ein leichtes, ihren Bedarf zu unverhältnismässig billigen Preisen einzudecken[1]. Besonders

---

[1]) Paasche a. a. O. Bayerdörffer, Der Zuckerterminhandel, in den Jahrbüchern für Nationalökonomie u. Statistik, III. Folge, Bd. IV, 1892, S. 586 fg.

seit den sechziger Jahren wurde es mehr und mehr üblich, dass diese ausländischen Händler schon vor oder doch während der Campagne Lieferungsverträge mit den inländischen Zuckerfabriken abschlossen. Mit steigendem Export gewannen diese Lieferungsgeschäfte immer mehr an Umfang. Allmählich beteiligten sich auch einige deutsche Firmen am Zuckerexport; aber noch in den siebziger Jahren gab es in Magdeburg, dem Zentrum des Zuckerhandels, bloss drei deutsche Exportfirmen von einiger Bedeutung. Diese deutschen Händler schlossen ihre Lieferungsverträge natürlich gleichfalls zu den im Verkehre mit dem Ausland üblichen Bedingungen ab; die „Schlussscheine“ wurden durchweg vom Auslande diktiert. Je grösser die Zahl der an der Zuckerausfuhr sich beteiligenden deutschen Firmen und Zweigniederlassungen ausländischer Häuser im Laufe der Zeit wurde, desto reger wurde natürlich auch der Geschäftsverkehr zwischen den einzelnen Händlern selbst.

Allmählich brach sich unter den deutschen Zuckerinteressenten die Erkenntnis Bahn, dass sie in ihrer bisherigen isolierten Stellung die Abhängigkeit vom Auslande nicht abzuschütteln vermöchten. Auf Anregung einiger Magdeburger Exportfirmen wurde im Jahre 1885 der deutsche Zuckerexportverein gegründet „zur Förderung der gemeinsamen Interessen“. Die wichtigste Bestimmung, welche dieser Verein traf, war die, dass künftig nicht mehr nach englischen, französischen, holländischen Bedingungen gehandelt werden solle, sondern dass das vom Verein entworfene Kontraktsformular die einheitliche Grundlage der Geschäftsabschlüsse bilden solle. Mit dieser Unifizierung der bisher mannigfaltigen, von den Ausländern diktierten Geschäftsbedingungen war aus dem ungeregelten Lieferungsgeschäft das geregelte, das Termingeschäft, entstanden. Seit 2. August 1886 wurden offizielle Terminnotierungen veröffentlicht. Im Jahre 1887 führte auch London das Termingeschäft in Zucker ein. Zwischen Magdeburg und London entwickelte sich bald ein lebhaftes Arbitragegeschäft. Da in Magdeburg neben dem Kontrakt „frei auf Speicher Magdeburg“ noch ein Kontrakt „frei an Bord Hamburg“ gehandelt wurde und der grösste Teil der Zuckerausfuhr über Hamburg geht, so lag es nahe, dass Hamburg dem Vor-

gehen Magdeburgs folgte. Seit Januar 1888 bucht die Hamburger Warenliquidationskasse auch Termingeschäfte in Zucker. Ausserdem wurde noch in Paris und Lille das Zuckertermingeschäft eingeführt.

II. Technik des Zuckerterminhandels.

1. Lieferungsbedingungen.

In Magdeburg und Hamburg werden im Termin gehandelt: Rohzucker, erstes Produkt, Basis 88 % Rendement, und granulierter oder Krystallzucker; in letzterem wurden jedoch seit Oktober 1891 in Hamburg keine Kontrakte mehr abgeschlossen. Schlusseinheit ist 500 Sack = 50000 kg.

2. Abwickelung der Geschäfte[1]).

Bis zum Jahre 1889 bestand in Magdeburg die Einrichtung, dass die Kontrahenten einander Einschüsse leisteten, resp. dieselben bei einer Bank deponierten. Die Abwickelung der Geschäfte nahm der Zuckerexportverein vor. Die geleisteten Nachschüsse wurden dem andren Kontrahenten ausbezahlt. Dieser Regulierungsmodus erwies sich jedoch als ungeeignet, besonders gelegentlich des Magdeburger Zuckerkrachs von 1889, und so wurde am 23. September 1889 nach dem Muster Hamburgs eine Zuckerliquidationskasse gegründet.

Jeder Kontrahent muss bei den Liquidationskassen einen Einschuss hinterlegen; derselbe beträgt zur Zeit in Magdeburg 2 Mk. pro Sack; in Hamburg wurde er vom 10. November 1890 an auf Ansuchen der beteiligten Handelskreise von 2 Mk. auf 1 Mk. herabgesetzt. Die Ein- und Nachschüsse werden in Hamburg mit 3 % jährlich, in Magdeburg mit 1 % unter dem jeweiligen Diskontosatz der Reichsbank, höchstens jedoch mit 4 % jährlich, verzinst. Ueber die Entrichtung der Nachschüsse und die Folgen des Verzugs bei der Entrichtung

---

[1]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 30. Sachv.-Vern. S. 3261. 3270. 3285. 3302—3304.

gelten dieselben Bestimmungen wie im Hamburger Kaffeehandel. Die Abwickelung der Geschäfte ist jedoch im Zuckertermin-handel eine andre, insofern nämlich die Andienung der Ware hier nicht an die Kasse erfolgt, sondern die Kontrahenten sich in direkten Verkehr setzen. Die Verrechnung der Differenzen geschieht dagegen durch die Vermittelung der Kasse [1]).

Streitigkeiten über Lieferungsbedingungen werden von Syndikaten entschieden. Die Lieferungsqualität wird durch vereidete Zuckerprobenehmer festgestellt.

III. Beteiligung am Zuckerterminhandel.

Zunächst sind es die Rohzuckerfabrikanten [2]), die sich in ausgedehnter Weise am Termingeschäft beteiligen. Die grossen Rohzuckerfabriken bauen nur einen Teil der Zuckerrüben, welche sie verarbeiten, selbst; zum andern Teil kaufen sie dieselben von Landwirten auf Lieferung, und zwar nach dem Zuckergehalt. Der Rohzuckerfabrikant kann sich nun berechnen, wie teuer ihm die Produktion von Zucker zu stehen kommt, und wenn der Preis eines entfernten Termins ihm einen genügenden Fabrikationsgewinn abwirft, so verkauft er auf diesen Termin. Damit hat er sich einen Gewinn gesichert, der ihm für alle Fälle gewiss ist. Kann er später sein Produkt anderweitig besser verwerten als im Terminmarkt, so kauft er seinen Termin zurück.

Verschiedene Gründe haben dahin zusammengewirkt, dass die Zuckerfabriken sich mehr und mehr in dieser Weise am Termingeschäft beteiligen. Der eine Grund liegt in der Beschleunigung der Produktion. Früher wurde die Campagne möglichst ausgedehnt; die Verarbeitung der Rüben dauerte den ganzen Winter hindurch bis in den März hinein. Man machte aber die Erfahrung, dass die Rüben bei längerer Lagerung an Zuckergehalt verlieren, und daher suchte man das Rohmaterial möglichst rasch aufzuarbeiten. „Heute muss

---

[1]) B.O. S. 51. So wenigstens in Hamburg. Ueber das Magdeburger Verfahren fehlen nähere Angaben.

[2]) Sachv.-Vern. S. 3244. 3253.

in einer richtig gebauten Fabrik eigentlich in hundert Tagen die Campagne zu Ende sein." Diese beschleunigte Produktion machte aber eine Verteilung, eine Abwälzung des Risikos notwendig, führte somit zu einer ausgedehnteren Benutzung des Terminmarktes seitens der Zuckerfabrikanten. Ein andrer Grund liegt in der Veränderung der Steuergesetzgebung. Die frühere Rübensteuer wurde dem Fabrikanten kreditiert; durch Verkauf des Zuckers vereinnahmte er dieselbe in dem Verkaufspreise schon ungefähr ein halbes Jahr früher, als er sie an den Fiskus abzuführen hatte. Der Uebergang von der Rübensteuer zur Fabrikatssteuer hat aber die pekuniäre Lage der Zuckerfabriken insofern erschwert, als nunmehr die Steuer erhoben wird, wenn das fertige Produkt in den Handel übergeht; es gibt zwar Privatläger unter steueramtlichem Mitverschluss, und diese Privatläger werden auch lombardiert; jedoch die blossen Lagerscheine sind nicht lombardfähig. Die ungünstigere pekuniäre Stellung zwingt nun die Zuckerfabriken, ihre Fabrikate auf Termine wegzugeben.

Neben den Zuckerfabrikanten sind es dann besonders auch die Raffinerien[1], welche den Terminmarkt benutzen. Die im Terminhandel zugelassene Qualität des Rohzuckers ist zwar nur eine mittlere, sie genügt aber den Anforderungen der Raffinerien vollständig. Die Raffinerien treten nun am Terminmarkt als Käufer für entferntere Sichten auf; sie sichern sich im Termin das Rohprodukt, das sie verarbeiten, und zwar nicht bloss die deutschen Raffinerien, sondern ebenso die des Auslandes. Besonders englische und amerikanische Raffineure decken sehr häufig ihren Bedarf an Rohzucker am Hamburger oder Magdeburger Terminmarkt. Aber die Raffineure sichern sich nur im Terminmarkt; in den seltensten Fällen nehmen sie die gekaufte Terminware ab, sondern in der Regel verkaufen sie wieder im Termin und kaufen dafür zur Verarbeitung Effektivware ein. Wollten aber die Raffinerien ihren Bedarf schon während der Campagne in effektiver Ware decken, so müssten sie darin ein grosses Betriebskapital festlegen; würden sie sich aber nicht im Terminmarkt sichern, so könnte

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3244. 3248. 3304. 3305.

der Fall eintreten, dass der Export ein so grosses Quantum wegnimmt, dass sie ihren Bedarf nur zu sehr gesteigerten Preisen beziehen könnten. Operationen derart, dass die Raffinerien Rohzucker im Termin kaufen und dafür raffinierten Zucker im Termin verkaufen, also ähnlich wie wir es bei den grossen Roggenmühlen beobachtet haben, scheinen, wie sich aus dem minimalen Umfang des Termingeschäfts in raffiniertem Zucker schliessen lässt, von den Raffinerien gar nicht oder doch nur in verschwindendem Masse gemacht zu werden.

Des weiteren wird von den Sachverständigen die lebhafte Beteiligung des Kapitals am Termingeschäft nachdrücklich betont[1]. Sowohl Privatkapitalisten als besonders auch Banken und Bankiers kaufen während und unmittelbar nach der Campagne grosse Quantitäten auf, lagern sie ein und verkaufen zu gleicher Zeit auf Termin; sie benutzen den Terminmarkt zu einer Anlage ihrer flüssigen Gelder; die Differenz zwischen dem Preise während der Campagne und dem Preise des späteren Termins, der Report, bildet den Zins, den ihnen das in Zucker angelegte Kapital abwirft. In dieser Weise benutzen nicht nur Deutsche Banken und Bankiers den Terminmarkt, wie z. B. die deutsche Bank, die grösseren Banken in Magdeburg, Hamburg, Leipzig, sondern besonders auch österreichische Banken, wie der Wiener Bankverein, die Kreditanstalt in Wien, die österreichische Bodenkreditanstalt u. s. w. Diese letzteren kaufen den österreichischen Produzenten den Rohzucker ab, lagern ihn ein und verkaufen ihn dann per Frühjahr oder einen späteren Termin frei auf Speicher Magdeburg oder frei an Bord Hamburg. Diese Beteiligung des Grosskapitals tritt aber naturgemäss nur dann und nur solange ein, als die Einlagerung einen entsprechenden Zins abwirft; wenn also die Reportsätze niedrig sind, wie z. B. im Jahre 1893, dann findet dieses fremde Kapital im Zuckertermingeschäft eben keine Verwendung.

Ein weiterer Teil der Terminumsätze entfällt auf die Arbitrageure: Firmen in Paris, Berlin, Antwerpen, London u. s. w. machen für Terminengagements an einem deutschen oder aus-

[1]) Sachv.-Vern. S. 3247. 3277. 3305. 3306.

wärtigen Börsenplatz die entsprechende Gegenoperation an einem andern deutschen Terminmarkt.

Ein beträchtlicher Teil ist endlich auf Rechnung der Zuckerhändler zu setzen. Ein Sachverständiger aus Braunschweig konstatiert, dass neun Zehntel der Kaufsangebote, die seine Firma vom Auslande bekomme, auf spätere Lieferung lauten. Im Dezember und Januar werden mit dem Auslande bereits Verträge über grosse Quantitäten per Lieferung an September, Oktober, November des kommenden Jahres abgeschlossen. In dieser Zeit hat der Händler aber noch keine festen Offerten von den Zuckerfabriken; er deckt sich somit für die Verkäufe, die er mit dem Auslande abschliesst, indem er am Terminmarkt das entsprechende Quantum kauft [1]).

Mittellose Privatpersonen haben sich am Zuckertermingeschäft nicht beteiligt; die Sachverständigen versichern wenigstens, es sei ihnen hierüber nichts bekannt geworden.

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3240. 3244 (Sachv. Gerloff-Braunschweig).

Fünftes Kapitel.

Das Kammzugtermingeschäft.

I. Technische und geschichtliche Vorbemerkungen.

Kammzug ist gekämmte und gereinigte Wolle. Die Rohwolle wird in der Wollkämmerei sortiert in Kammwolle und Nichtkammwolle; letztere wird Aussortierung genannt. Die Kammwolle wird gewaschen und gekämmt und ergibt als Hauptprodukt Kammzug, aus welchem Kammgarn gesponnen wird, als Unterprodukt Kämmlinge.

Die Heimat des Kammzugterminhandels ist Antwerpen. Ueber die Verhältnisse, welche der Einführung desselben an diesem Platz vorangegangen sind, sind wir sehr gut informiert durch einen von der Börsenenquetekommission mitgeteilten Bericht [1]). Wir entnehmen demselben, sowie den Gutachten der Sachverständigen in dieser Beziehung folgendes: Die Entstehung eines selbständigen Marktes für überseeische Wollen in Antwerpen fällt in den Anfang der fünfziger Jahre. Vorher wurden kleinere Partien Kolonialwolle über England bezogen, in der Hauptsache beschränkte sich aber das Geschäft auf russische Wolle, die auf dem Seewege aus Odessa eingeführt wurde. In die gedachte Zeit fallen die ersten direkten Bezüge von La Plata-Wolle, welche bei der im Aufblühen begriffenen Industrie Verviers und bald darauf auch in Roubaix-Tourcoing lohnenden Absatz fand. Die Wollindustrie Verviers fand in der La Plata-Wolle ein geeignetes Material zur Herstellung billiger Stoffe; da dieselbe nämlich im Vergleich zu andern

[1]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 138 fg.

Rohwollen noch wenig veredelt war, insbesondere sehr viel Spiralkletten enthielt, welche mit der damals üblichen Handarbeit nur mühsam entfernt werden konnten, so war dieselbe zu unverhältnismässig niedrigen Preisen zu haben. Als durch Erfindung und Vervollkommnung des Klettenwolfes die Kletten aus der Wolle auf mechanischem Wege genügend entfernt werden konnten, wurden La Plata-Wollen auch anderweitig, namentlich in Deutschland und Frankreich, mehr und mehr gesucht. Die grössere Nachfrage, verbunden mit lohnenden Preisen, veranlasste die Züchter zu einer Verbesserung der Schafzucht durch Einführung geeigneter Böcke. So gelangte das Antwerpener Wollgeschäft zu immer grösserer Blüte.

Wie ging dieser Handel mit La Plata-Wolle vor sich?

Die Wollen wurden im Ursprungsland entsprechend sortiert und dann konsignationsweise nach Antwerpen versandt; auf diese Konsignationen pflegten Antwerpener Firmen Vorschüsse zu geben. Bei der Ankunft in Antwerpen wurde die Rohwolle in Magazine eingelagert und dann in den alle Vierteljahre stattfindenden öffentlichen Auktionen versteigert.

Seinen Höhepunkt erreichte der Antwerpener Wollhandel Ende der siebziger Jahre, wo in jeder vierteljährlichen Versteigerung 25000—30000 Ballen à 400 kg verkauft wurden. Von da ab ging das eigentliche Platzgeschäft langsam, aber stetig zurück. Was waren die Ursachen hiervon?

Die eine Ursache[1]) lag in den handelspolitischen Massnahmen Frankreichs. Wie bereits erwähnt, bezogen die grossen französischen Wollindustriezentren an der belgischen Grenze ihren Bedarf an Wolle über Antwerpen. Die französische Regierung wollte diese Zufuhren von Antwerpen unterbinden und aus Havre einen grossen Wollimportplatz schaffen. Während nun die Fracht von Havre nach Roubaix ca. 3 Fr. pro 100 kg mehr kostete als die Fracht von Antwerpen nach Roubaix, belegte die französische Regierung Rohwolle, welche nicht direkt in französische Häfen eingeführt wurde, mit einer surtaxe d'entrepôt von 3 Fr. 20 Cent. pro 100 kg, von welcher nur die englischen Kolonialwollen auf Grund des englisch-

[1]) Sachv.-Vern. S. 3367 (Sachv. Offermann).

französischen Handelsvertrags befreit waren. Später wurde diese surtaxe d'entrepôt auf 3 Fr. 60 Cent. erhöht.

Die andre Ursache lag — ähnlich wie beim Hamburger Kaffeegeschäft — in dem Streben der Wollindustriellen, die Vermittelung des Seeplatzes zu umgehen und ihren Bedarf direkt vom Ursprungslande zu importieren. Die Folge hiervon war, dass der Umfang des Antwerpener Platzgeschäftes sich verminderte, dass die Einfuhr für den Eigenhandel Antwerpens abnahm, dass Antwerpen mehr und mehr den Charakter eines Speditionsplatzes zu erhalten anfing. Aber diese Folge war nicht die einzige. Jene Wollindustriellen kauften im Ursprungslande auf feste Rechnung; wohl oder übel waren jetzt auch die Antwerpener Wollimporteure, welche bis dahin höchstens die konsignierten Zufuhren bevorschusst hatten, gezwungen, ihrerseits ebenfalls im Ursprungslande auf feste Rechnung zu kaufen. Dementsprechend mussten sie jetzt ein viel grösseres Betriebskapital in ihrem Artikel festlegen; zugleich aber war damit das ganze Risiko einer rückgängigen Konjunktur, eines Heruntergehens der Wollpreise, auf ihre Schultern abgewälzt. Gleichwohl ging der Anstoss zu einer Aenderung dieser Form des Handels nicht von Antwerpen aus.

Die Bemühungen des Antwerpener Wollhandels gingen vielmehr dahin, den französischen Markt, der ihm durch die Einführung der surtaxe d'entrepôt verschlossen worden war, wieder zu erobern, und zwar durch vermehrte Einfuhr von englischen Kolonialwollen, da diese von der surtaxe befreit waren. In dieser Beziehung wurden besonders energische und umsichtige Versuche zur Hebung der Wolleinfuhr von Australien unternommen. Die Umgestaltung der Geschäftsformen des Wollhandels ist auf die Bemühungen Havreser Firmen zurückzuführen. Die Einführung der surtaxe d'entrepôt äusserte allerdings die Wirkung, dass die Zufuhren von Antwerpen für die nordfranzösischen Wollindustrien völlig abgeschnitten wurden. Aber Havre gewann auch durch diese Massnahme keine Bedeutung für die Einfuhr von Wolle; denn jene Wollindustriezentren, besonders Roubaix, Tourcoing, bezogen nunmehr ihren Bedarf direkt von La Plata über Dünkirchen. Nun hatte kurz vorher die Einführung des Termingeschäftes in Kaffee in Havre

ausserordentlich günstige Erfolge für den Havreser Kaffeemarkt gehabt. Aehnliche Erfolge glaubte man nun auch durch Errichtung eines Wolltermingeschäftes erzielen zu können, und so kam es, dass im Jahre 1886 die Havreser Liquidationskasse ihren Geschäftsbetrieb auch auf den Terminhandel in Rohwolle ausdehnte. Antwerpen ahmte dieses Beispiel im Jahre 1887 nach. Hier jedoch machte man die Erfahrung, dass Rohwolle keine geeignete Unterlage für das Termingeschäft sei, teils wegen ihrer Unausgeglichenheit und Verschiedenartigkeit, welche besonders Täuschungen über den Feuchtigkeitsgehalt leicht ermöglicht, teils weil sie bei längerer Lagerung an Wert einbüsst. Alle diese Nachteile sind beim Halbfabrikat Kammzug nicht vorhanden. Deshalb wurde 1888 das Termingeschäft in Rohwolle in Antwerpen aufgegeben und der Terminhandel fast ausschliesslich auf Kammzug gestellt. Im folgenden Jahre wurde in Roubaix-Tourcoing ebenfalls der Kammzugterminhandel etabliert.

Die Beteiligung der deutschen Wollindustriellen am Termingeschäft in Antwerpen gewann sehr rasch an Umfang; die Provisionen, welche für die Vermittelung der Termingeschäfte dorthin gezahlt wurden, wurden bald sehr erheblich [1]). Bereits im Frühjahr 1888 machten sich Bestrebungen geltend, in Berlin einen Terminmarkt für Kammzug zu errichten, ebenfalls in der Hoffnung, dass hierdurch der zurückgehende Berliner Wollhandel wieder belebt werden würde. Berliner Firmen wandten sich an das preussische Handelsministerium. Dieses fragte durch Erlass vom 10. Mai 1888 an, welches die Stellung der Beteiligten zum Kammzugterminhandel sei. Zwischen diesen entspannen sich nun langwierige Verhandlungen, die sich durch das Jahr 1888 hindurchschleppten und noch 1889 andauerten. Zu einer Einigung kam es nicht; besonders die Spinnereien agitierten heftig gegen das Vorhaben, weshalb sich dann die preussische Regierung demselben widersetzte [2]). Daraufhin fanden zwischen Berliner und Leipziger Firmen

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3353.

[2]) Jahresbericht der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin für 1889, S. 177.

Verhandlungen statt, welche im Winter 1889/90 zur Einführung des Kammzugtermingeschäftes in Leipzig führten.

II. Technik des Kammzugterminhandels.

Die Schlusseinheit im Kammzugterminhandel ist 5000 kg. Im Termin werden drei Typen oder „Kontrakte" gehandelt: der französische Zug Kontrakt A, der deutsche Zug Kontrakt B und der internationale Kontrakt BAT. Nach den Schlussscheinbestimmungen ist nur Kammzug, welcher in bestimmten Kämmereien hergestellt wird, lieferbar. Beim Kontrakt A sind die Fabrikate von 16 Kämmereien für lieferbar erklärt; beim Kontrakt B die von 6 deutschen Kämmereien, nämlich Hoboken, Leipzig, Blumenthal, Düren, Mylau und Hamburg. Ferner ist bestimmt, dass der Kammzug nicht älter als 18 Monate sein darf. Er wird nach Konditionnement gehandelt, d. h. sein Feuchtigkeitsgehalt ist auf 18 1/4 % des absoluten Trockengewichts normiert; enthält der zu liefernde Kammzug mehr oder weniger Wasser, so wird sein Kaufwert auf den Normalwassergehalt reduziert.

Jeder Kontrahent muss bei der Liquidationskasse einen Einschuss hinterlegen. Dieser beträgt zur Zeit in Leipzig 1000 Mk., in Antwerpen 1250 Fr. pro 5000 kg. Bei Preisschwankungen werden entsprechende Nachschüsse eingefordert. Soll effektiv geliefert werden, so übersendet der Lieferungspflichtige der Kasse einen Andienungsschein oder Filière mit folgenden Dokumenten: Einem Verpflichtungsscheine der Kämmerei, aus welchem der jeweilige Eigentümer der Ware sich ergibt und durch welchen mittelst Indossaments das Eigentum an der Ware übertragen wird; einem Kämmereizeugnis, in welchem das Rohmaterial angegeben ist, aus dem der Zug hergestellt, und die Zeit, zu welcher die Verkämmung erfolgt ist; einem Zeugnisse über die Lieferungsfähigkeit des Zugs und einem Zeugnisse über das Konditionnement. Die Kasse stellt diese Papiere ohne Indossament dem von ihr ermittelten Empfänger zu, welch letzterer nach Bezahlung der Faktura den Verpflichtungsschein auf den Käufer indossiert, der damit

Eigentümer der Ware wird. Der Käufer seinerseits zeichnet den Andienungsschein und gibt denselben nach Abnahme der Dokumente dem Verkäufer zurück.

Die Bescheinigungen über die Vertragsmässigkeit des zu liefernden Zugs, sowie die Bestimmung der Typen erfolgen durch das „Terminkammzugkontor". Dieses besteht aus fünf Mitgliedern. Als Gutachter fungieren Sachverständige, welche in der Anzahl von 12—18 jährlich vom Kontor gewählt werden. Alle Streitigkeiten werden mit Ausschluss des ordentlichen Rechtsweges vor einem Schiedsgerichte erledigt. Der Aufsichtsrat wählt aus den am Kammzugterminhandel Beteiligten 12 Schiedsrichter; aus diesen wählt jede Partei einen Schiedsrichter. Diese Schiedsrichter wählen dann durch das Los einen Obmann.

III.

Der Kammzugterminmarkt wird besonders benutzt von den Importeuren, welche La Plata-Wolle einführen. Da im allgemeinen die Preise der Rohwolle mit denjenigen des Kammzugs parallel laufen, so verkauft der Importeur, welcher in Buenos-Ayres Wolle gekauft hat, ein entsprechendes Quantum Kammzug im Termin. Wenn die Wolle eintrifft, so öffnet sich für den Importeur ein doppelter Weg. Er kann die Rohwolle in einer Kämmerei kämmen lassen und den daraus gewonnenen Kammzug zur Begleichung seines Terminengagements verwenden, also effektiv liefern. Da der Kammlohn fixiert ist, so erhält er in diesem Falle unabhängig von etwa inzwischen eingetretenen Wertschwankungen für seine Ware denjenigen Preis, den er sich durch den Verkauf auf Termin gesichert hat. Hat er jedoch für seine Rohwolle eine anderweite Verwendung, welche ihm ein besseres Rendement abwirft als die Lieferung von Kammzug im Terminmarkt, so kauft er den im Termin verkauften Kammzug zurück.

In ähnlicher Weise beteiligen sich die Wollkämmereien am Termingeschäft. Die Kämmereien lassen die Rohwolle, die sie verarbeiten, teils durch Kommissionäre direkt in La Plata ankaufen, teils kaufen sie dieselbe in den Wollauktionen zu London und Antwerpen an. Für die Ankäufe von Rohwolle

sichern sie sich, indem sie Kammzug auf Termin verkaufen; der Unterschied zwischen Wollankaufspreis und Kammzugverkaufspreis bildet einen Fabrikationsgewinn, einen Kammlohn, der ihnen durch den Terminverkauf für alle Fälle gesichert ist. Je nach der Geschäftslage erledigen sie dann ihre Terminengagements entweder durch effektive Lieferung oder durch eine der ersten entgegengesetzte Terminoperation.

Die Beteiligung der Kammzugspinnereien und Kammgarnwebereien am Termingeschäft ist dagegen minimal. Die Spinnereien haben vielmehr von jeher gegen den Terminhandel in Kammzug agitiert. Etwa 80 % der massgebenden deutschen Kammgarnspinnereien haben sich im November 1891 zu einer Art Syndikat vereinigt und sich verpflichtet, vom 1. Juli 1892 ab keine französischen Züge zu kaufen, solange sie im Termin gehandelt werden, und vom 1. Januar 1893 ab auch keine deutschen Züge mehr, die für den Termin dienstbar gemacht werden. Im Anschlusse an diese Bewegung haben sich dann einige Kämmereien verpflichtet, vom 1. Januar 1893 ab die für den Terminhandel notwendigen Lagerscheine und Certifikate nicht mehr auszustellen.

Dieser Koalition deutscher Spinner und Kämmer gegenüber haben es die Anhänger des Kammzugtermingeschäftes an Gegenmassregeln nicht fehlen lassen. Die Abnahme der Terminumsätze veranlasste zunächst die Leipziger Liquidationskasse, im Mai 1893 die beschränkenden Bestimmungen des Regulativs aufzuheben, nach welchen die bei der Kasse zugelassenen Vermittler nur mit denjenigen in Leipzig oder Berlin domizilierenden Firmen und Personen Geschäfte abschliessen durften, welche einen diesbezüglichen, vom Aufsichtsrate genehmigten Antrag gestellt hatten. Damit setzte sich die Kasse in die Lage, mit allen Firmen der Textilindustrie in direkten Verkehr treten zu können. Ferner wurde der internationale Typ BAT eingeführt, welcher es auch französischen und belgischen Kämmereien ermöglicht, den in denselben hergestellten Zug in Deutschland im Terminmarkt zur Ablieferung zu bringen.

Der Grund der Opposition gegen den Kammzugterminhandel seitens der Spinnereien ist nach der Ansicht einiger Sachverständiger in der durch den Terminhandel bewirkten

und vom Terminhandel untrennbaren Oeffentlichkeit des ganzen Geschäftes zu suchen. Während nämlich früher die Spinnereien beim Bezug ihres Rohmaterials den Kredit der Wollhändler und Kommissionäre in Anspruch nehmen mussten, gelang es ihnen infolge der günstigen Entwickelung, welche die deutsche Wollindustrie in den letzten Jahrzehnten genommen hat, sich eine derartige Kapitalkraft zu schaffen, dass sie auf eigene Rechnung importieren konnten. Dadurch kamen die Wollimporteure und Wollhändler in Abhängigkeit von den Spinnern. Ferner kommt in Betracht, dass die Abnehmer der Kammgarnspinner, die Weber, vor Einführung des Termingeschäftes über den wirklichen Marktwert ihrer Rohmaterialien, und namentlich über die herrschende Tendenz der Preise, meist nur unvollkommen unterrichtet waren, da Versteigerungen von Rohwolle nur periodenweise stattfanden und amtliche Notierungen für Garne kaum vorkommen. Die Spinner konnten diese mangelhafte Orientierung auf seiten der Weber ausbeuten, indem sie beispielsweise, so oft sie durchfühlten, dass der Markt eine fallende Tendenz einnahm, mit den Webern Lieferungsverträge auf Garn für einen längeren Zeitraum abschlossen, ohne schon im voraus die entsprechenden Anschaffungen in Wolle, Kammzug u. s. w. gemacht zu haben. Während der Lieferungsvertrag auf die zur Zeit des Abschlusses bestehenden Preise kalkuliert war, hatten die Spinner den Vorteil, ihr Rohmaterial in der Folge billiger einzudecken. In allen diesen Beziehungen ist aber durch die Einführung des Termingeschäftes eine Aenderung eingetreten. Bezüglich des Wollimports haben die Spinnereien mit den jeweiligen Terminpreisen für Kammzug zu rechnen. Die Webereien sind aber nunmehr über die Markttendenz durch die täglichen Notierungen der Kammzugterminpreise zuverlässig unterrichtet und stehen den Spinnereien völlig unabhängig gegenüber.

Im Laufe der beiden letzten Jahre hat sich das Kartell der deutschen Spinnereien zu einer „zum Zweck der Bekämpfung des Terminhandels in Kammzug geschlossenen Vereinigung deutscher, österreichischer, schweizerischer und russischer Kammgarnspinnereien“ erweitert. Aus der im Auftrage

dieser Vereinigung von Eschenbach herausgegebenen „Denkschrift, betreffend den Terminhandel in Kammzug, seine Entwickelung und volkswirtschaftlich-juristische Bedeutung“, ist die interessante Thatache zu entnehmen, dass die bedeutenderen deutschen Kämmereien, insbesondere jene zu Leipzig, Hamburg und Blumenthal, zu Beginn des Jahres 1894 der Agitation gegen den Kammzugterminhandel den Rücken gekehrt haben, so dass also die Spinnereien im wesentlichen in ihrem Kampfe gegen den Terminhandel isoliert dastehen. Bezeichnend und mit den obigen Darlegungen übereinstimmend ist ferner das in der erwähnten Denkschrift, sowie in einer an den Bundesrat und den deutschen Reichstag gerichteten Petition gestellte Verlangen, es möge der Terminhandel in Kammzug und die Veröffentlichung von Börsenterminnotierungen für diesen Artikel untersagt werden [1]).

[1]) Im übrigen bietet die erwähnte Denkschrift Eschenbachs an thatsächlicher Information wenig Neues; die Materialien der Enquete über die Lage der Kammgarnindustrie, welche im Jahre 1895 abgehalten wurde, waren bei der Drucklegung meiner Arbeit leider noch nicht veröffentlicht.

Sechstes Kapitel.

Die wirtschaftliche Rolle des Terminhandels.

A. Hier gilt es zunächst, die Frage zu beantworten: auf welchem Wege kann man zu einer richtigen Beurteilung der wirtschaftlichen Bedeutung des Termingeschäftes gelangen?

In der volkswirtschaftlichen Doktrin sind zur Lösung dieses Problems im wesentlichen zwei Methoden angewendet worden.

I. Die eine Methode, die vor jeder andern den allerdings zweifelhaften Vorzug voraus hat, dass sie bequem und einfach ist, besteht in folgendem: Es werden Beispiele konstruiert, oder einzelne Fälle aus dem praktischen Leben herausgegriffen, und an diesen einzelnen Beispielen wird dann über das Termingeschäft geurteilt. Das Ergebnis ist je nachdem ein sehr verschiedenes. Ist das Beispiel vom Getreideimporteur genommen, der sich für seinen Import im Terminmarkte deckt, oder vom Müller, der sich sein Rohmaterial an der Terminbörse sichert oder das Mehl auf Termin verkauft, und die nun beide mit grösster Ruhe und Sorglosigkeit den Bewegungen der Getreide- bezw. Mehlpreise entgegensehen, so wird argumentiert, dass das Termingeschäft die Idealform des Handelsbetriebes sei. Hat man dagegen auf den Kleinhandwerker oder Dorfschullehrer exemplifiziert, der trotz seiner gänzlichen Mittellosigkeit sich mit 100 000 Mk. im Getreidetermingeschäft engagiert hat, so fällt es nicht schwer, nachzuweisen, dass das Termingeschäft ein Gebilde sei, das die Stelle der früheren Spielbanken einnehme; dass der Terminkäufer oder Terminverkäufer der Blutegel sei, der am Körper des Volkes sauge u. s. w.

II. Die zweite, ungleich mühevollere, zugleich aber auch exaktere Methode sucht den Einfluss des Termingeschäftes auf die Preisbildung auf Grund der Thatsachen zu untersuchen. Drei Wege sollen zu diesem Ziele führen:

1. Es werden die Preisbewegungen vergangener Jahrhunderte mit den heutigen verglichen; daraus wird konsequent der Schluss gezogen, dass zwar die Preise in unsern Tagen keine so grossen Schwankungen zeigen wie damals, dass aber die Schwankungen ungleich häufiger sind; diese beständigen kleinen Schwankungen zeigen sich am deutlichsten in den Terminnotierungen; folglich ist das Termingeschäft die Ursache derselben. Da die beständigen kleineren Schwankungen der Preise gewöhnlich als wünschenswerter angesehen werden im Vergleich zu den grossen Fluktuationen, so ist das auf diesem Wege über das Termingeschäft gewonnene Urteil gewöhnlich ein günstiges.

2. Ungleich schwieriger als dieser Weg ist ein zweiter. In Form einer häufig recht interessanten Erzählung werden die Bewegungen der Terminpreise geschildert, zuweilen mit thunlichster Berücksichtigung aller Momente, welche die Gestaltung derselben beeinflussten; daneben wird der Verlauf der Lokopreise dargestellt. Hierbei wird versucht, die Einwirkung der Terminpreise auf die Lokopreise zu erforschen. Als das Idealziel schwebt vor, dass die Bewegungen sowohl der Terminpreise als der Lokopreise eine möglichst gerade Linie beschreiben sollen, und dass die Terminpreise eine möglichst langsame und geringfügige Veränderung der Lokopreise bewirken sollen. Je nachdem die thatsächliche Gestaltung der Preisbewegung diesem Ideale nahe kommt oder von demselben abweicht, wird festgestellt, dass das Termingeschäft in dieser Zeit die ihm zukommende Aufgabe erfüllt, in jener Zeit aber nicht erfüllt habe.

3. Zur Berechnung der Wirkungen des Termingeschäftes auf Preisbildung ist endlich noch folgender Weg — zuerst von Prof. Gustav Cohn und später von seinem Schüler Moritz Kantorowicz — eingeschlagen worden. Man hat ausgeführt: Da der volkswirtschaftliche Zweck des Terminhandels, „durch eine mächtig erleichterte, tägliche Ausbeutung der wechselnden That-

sachen, die auf den Preis Einfluss haben sollen, den rechten Preis festzustellen, mit andern Worten: durch ein beständiges Wellengekräusel hindurch das Niveau zu finden, auf welchem sich der wahre Preis als ein Ausdruck der räumlich und zeitlich entfernten Thatsachen behauptet", offenbar desto eher erreicht werde, je genauer die Preise, welche die blosse Schätzung des Handels über die zukünftigen Marktverhältnisse herbeigeführt, mit später wirklich eingetretenen Preisen übereinstimmten, je geringer also der Irrtum des Spekulanten sei, so könne man aus einem Vergleiche beider Preise zu einem Urteil über die Leistung des Terminhandels kommen. Beide Verfasser gehen nun in folgender Weise vor: Von den Lieferungsterminen werden Frühjahr und Herbst ausgewählt, da diese „im Berliner Roggenhandel Gegenstand der ausgedehntesten und intensivsten Spekulation sind". Von den Preisen des Herbst- oder September-Oktobertermins, wie sie am 1., 10., 20. Mai, 1., 10., 20. Juni und 1. Juli jeden Jahres notiert wurden, wird der Durchschnitt gezogen; ebenso aus den für diesen Termin am 1., 10., 20. September, 1., 10., 20., 30., 31. Oktober festgestellten Notierungen; hierauf wird die Differenz der beiden Durchschnittsgrössen absolut berechnet; sodann wird das prozentuale Verhältnis dieser Differenz zu der zweiten Durchschnittsziffer aufgesucht. Die so gefundene Grösse wird von den Verfassern als „Spekulationsirrtum" bezeichnet. Je nachdem der im Herbste wirklich eingetretene Durchschnittspreis höher oder niedriger als der aus den Notierungen vom 1., 10., 20. Mai, 1., 10., 20. Juni und 1. Juli gezogene Durchschnittspreis ist, wird dieser Spekulationsirrtum mit dem negativen oder positiven Vorzeichen versehen. In ähnlicher Weise werden die Grössen der Spekulationsirrtümer für den Frühjahrstermin berechnet. Im nachfolgenden sollen einige Resultate aus der Schrift von Moritz Kantorowicz mitgeteilt werden.

Der durchschnittliche Spekulationsirrtum im Roggentermingeschäft betrug:

in der Zeit von 1850—1860: 13,81 %
„ „ „ „ 1861—1870: 8,50 „
„ „ „ „ 1871—1880: 6,56 „
„ „ „ „ 1881—1890: 7,90 „

Das Maximum des Spekulationsirrtums war:

in der Zeit von 1850—1860:	30,00 %
„ „ „ „ 1861—1870:	28,00 „
„ „ „ „ 1871—1880:	19,11 „
„ „ „ „ 1881—1890:	15,78 „

Bei Weizen war der Durchschnittsirrtum:

in der Zeit von 1866—1872:	8,15 %
„ „ „ „ 1873—1878:	8,31 „
„ „ „ „ 1879—1884:	8,00 „
„ „ „ „ 1885—1890:	7,12 „

Das Maximum des Irrtums betrug:

in der Zeit von 1866—1878:	31,68 %
„ „ „ „ 1879—1890:	18,66 „

Auf Grund dieser Feststellungen kommt Kantorowicz „zu demselben Urteile, welches bereits G. Cohn fällte, das nämlich das Institut des Termingeschäftes für den Berliner Kornhandel seine oben gekennzeichnete Aufgabe leidlich erfüllt — trotz mancher dabei beteiligter Personen —, und dass im Laufe der Zeit ein Fortschritt in der Herstellung des rechten Preises eingetreten ist“.

Welche von den vorstehend aufgeführten Methoden für die Beurteilung der wirtschaftlichen Bedeutung des Termingeschäftes ist die richtige?

Was zunächst das oben sub I erwähnte Vorgehen anlangt, so ist dasselbe vom wissenschaftlichen Standpunkte aus entschieden zu missbilligen. Eine Beweisführung, die sich auf abgerissene, nach persönlichem Gutdünken gewählte Sätze stützt, kann unmöglich zu einem richtigen Resultate führen. Auch die sub II Ziff. 1 geschilderte Methode ist — wie wohl nicht weiter ausgeführt zu werden braucht — nicht richtig. Es ist ein logischer Trugschluss, aus dem Umstande, dass zwei Ereignisse gleichzeitig wahrgenommen werden können, zu folgern, dass das eine die Ursache des andern sei. Das sub II Ziff. 2 dargestellte Verfahren geht von der Annahme aus, dass das wünschenswerte Ideal möglichst seltene und möglichst geringfügige Schwankungen in der Bewegung der Preise seien. Diese Annahme ist so wenig bewiesen, dass sie in dieser All-

gemeinheit wenigstens für falsch und unzutreffend zu erachten ist; aus einem unrichtigen Obersatz kann aber unmöglich ein zwingender Schluss gezogen werden.

Auch der von Cohn und Kantorowicz eingeschlagene Weg erscheint vom methodischen Standpunkte aus als verfehlt. Einmal sind in den Notierungen, die der ganzen Berechnung zu Grunde gelegt werden, die an den einzelnen Börsentagen auf den betreffenden Termin gehandelten Mengen nicht angegeben. Allerdings soll der Mangel dieser Angaben nach Kantorowicz „keine Fehler von beachtenswerter Grösse herbeiführen und daher nicht weiter ins Gewicht fallen“; indessen bedarf es wohl keines Beweises, dass zwischen dem Bericht: „am 10. April sind 200 t per September-Oktober zum Durchschnittspreis von 130 gehandelt worden“ und dem Bericht: „am 20. April ausserordentlich lebhaftes Geschäft; Umsatz per September-Oktober 12 000 t; Durchschnittspreis 140“ gerade für die vorliegende Frage ein sehr bedeutender Unterschied ist. Sodann ist das Herausgreifen des 1., 10., 20. Mai, 1., 10., 20. Juni u. s. w. sehr willkürlich. Der schwerste Fehler dürfte aber darin liegen, dass diese Methode mit den Durchschnittsresultaten der im Handel thätigen Spekulation operiert, statt nach den Einheiten zu fragen, aus welchen sich dieses Resultat zusammengesetzt hat; sie übersieht völlig das subjektive Moment in der Preisbildung; sie kommt — um einen Ausdruck Cohns zu gebrauchen — „darauf hinaus, dass sie an die Stelle des denkenden Menschen die tote Sache setzt, an die Stelle des Schützen das Geschoss“. Wenn z. B. der Herbsttermin im Jahre 1854 im Durchschnitt der Notierungen vom 1., 10., 20. Mai, 1., 10., 20. Juni und 1. Juli zu 61 gehandelt wurde, der für denselben aus dem Durchschnitte der Notizen vom 1., 10., 20. September, 1., 10., 20. Oktober sich berechnende Preis aber 61½ ist, der „Spekulationsirrtum“ also — 0,81 % beträgt und dieser „Spekulationsirrtum“ für denselben Termin im Jahre 1855 sich auf — 24,10 % berechnet, so lässt sich doch daraus noch lange nicht folgern, dass der „Spekulationsirrtum“ im letzteren Falle 30mal so gross gewesen sei wie im ersteren. Denn wenn der Preis von 61 das Ergebnis aus den positiven Preisbestimmungsgrössen + A, + B, + C u. s. w.

und den negativen — M, — N, — P u. s. w. war, so kann der Preis von 61 1/2 die Resultante von ganz andern, die Gestaltung des Preises beeinflussenden Kräften + a, + b, + c und — m, — n, — p sein; oder die Spekulation kann bei der Bestimmung des Preises von 61 eine Reihe positiver und negativer Faktoren ausser acht gelassen haben, welche sich schliesslich in ihrer Wirkung auf den Preis ganz oder teilweise kompensiert haben. Selbst wenn man übrigens die Methode Cohns als richtig erachten würde, brauchte man lediglich statt der zehnjährigen Spekulationsperioden solche von beispielsweise fünf- oder achtjähriger Dauer zu nehmen, um gerade das Gegenteil von dem darzuthun, was Cohn und Kantorowicz beweisen wollen. Bei Spekulationsperioden von je fünf Jahren berechnet sich der durchschnittliche „Spekulationsirrtum“ wie folgt:

für die Zeit von	1851—1855	auf 12,96 %
„ „ „ „	1856—1860	„ 13,18 „
„ „ „ „	1861—1865	„ 8,70 „
„ „ „ „	1866—1870	„ 8,31 „
„ „ „ „	1871—1875	„ 4,35 „
„ „ „ „	1876—1880	„ 8,89 „
„ „ „ „	1881—1885	„ 6,78 „
„ „ „ „	1886—1890	„ 9,02 „

Bei Spekulationsperioden von je acht Jahren beträgt der durchschnittliche „Spekulationsirrtum“:

von	1851—1858:	14,06 %
„	1859—1866:	9,45 „
„	1867—1874:	5,76 „
„	1875—1882:	7,60 „
„	1883—1890:	7,93 „

Danach würde sich also ergeben, dass die Berliner Getreideterminspekulanten bis Anfang der siebziger Jahre von einer Spekulationsperiode zur andern in der Berechnung der Preise klüger geworden sind, von da an aber ihre bisherigen Kenntnisse allmählich wieder eingebüsst haben.

Aus den angegebenen Gründen erscheint es bedenklich, aus den Materialien der beiden Verfasser überhaupt irgend welche Konsequenzen zu ziehen, geschweige denn, dass man mittelst derselben zu einer richtigen Beurteilung des Termingeschäfts gelangen könnte.

B. Der Weg, welchen die vorliegende Arbeit einschlägt, um ein Urteil über die volkswirtschaftliche Bedeutung des Terminhandels zu gewinnen, ergibt sich aus den bisherigen Ausführungen von selbst. Es wurde versucht, die Entstehungsgeschichte und die heutige Technik des Termingeschäfts, sowie die Stellung der einzelnen Berufskreise zu demselben für jeden einzelnen Artikel gesondert darzustellen. Nunmehr gilt es, aus den mitgeteilten Thatsachen ein zusammenfassendes Schlussergebnis zu ziehen. Im einzelnen lassen sich folgende Sätze aufstellen:

1. Historisch hat sich das Termingeschäft — d. h. das durch einheitliche Bestimmungen geregelte Lieferungsgeschäft — aus dem ungeregelten Lieferungsgeschäft entwickelt. Die Umwandlung von diesem zum heutigen Termingeschäft hat sich aber, insbesondere im Getreidehandel, durchaus nicht schroff und mit einem Schlage, sondern langsam und allmählich vollzogen.

2. Die Thatsachen, welche den äusseren Anstoss zur Einführung des Termingeschäfts in den verschiedenen Artikeln an den einzelnen Plätzen gegeben haben, sind sehr mannigfaltiger Art. Aber da, wo der Terminhandel in einem Artikel zuerst und originär entsteht, ist der innere Grund seines Entstehens überall der gleiche, nämlich das Bedürfnis der beteiligten Kreise, das Risiko der Preisschwankungen auf andre Schultern abzuwälzen. Dieses Bedürfnis tritt im wesentlichen erst in unserm Jahrhunderte mit so einschneidenden Wirkungen auf. Das hat seinen Grund darin, dass erst in unserm Jahrhundert infolge des Ausbaues der Verkehrsmittel, der Eisenbahnen, der Dampfschiffahrtsverbindungen und des Nachrichtendienstes der deutsche Markt aus einem lokalen oder provinziellen zu einem nationalen und internationalen sich entwickelt hat; mit andern Worten: nicht mehr lokale Verhältnisse bestimmen den Preis der Massengüter, sondern die Inlandspreise werden mehr und mehr vom Weltmarkte abhängig. Diese Erweiterung des Marktes ist es, welche die Lage des Handels in den betreffenden Waren verworrener, schwieriger zum Ueberschauen macht; das Risiko der Preisschwankungen wird dadurch grösser; und je mehr diese Entwickelung fortschreitet, desto intensiver tritt das

Bestreben zu Tage, dieses Risiko abzuwälzen. Nun ist behauptet worden, gerade die Entwickelung des modernen Nachrichten- und Transportwesens mache den Terminhandel unnötig; denn man könne täglich, ja stündlich sich nach dem Preise der einzelnen Artikel an den verschiedenen Plätzen der Welt per Telegraph, Telephon oder Kabel erkundigen. Letzteres ist nun allerdings zweifellos richtig. Aber der Käufer trägt eben doch das Risiko, bis zum Eintreffen der Ware einen Rückgang der Preise eintreten zu sehen, und gegen dieses Risiko sucht er eine entsprechende Versicherung zu nehmen. Der Ausbau der Verkehrs- und Kommunikationsmittel verträgt sich nicht mehr mit den alten primitiven Formen des Uebergangs der Ware von einer Hand in die andre; er beschleunigt diese Formen; er elektrisiert dieselben gewissermassen. Deshalb ist das Termingeschäft in letzter Linie als ein Kind des modernen Verkehrswesens zu bezeichnen.

Ist das Bedürfnis der Preisversicherung der innere Grund der Entstehung des Termingeschäfts, so begreift es sich, dass an jenen Plätzen und in jenen Artikeln kein Termingeschäft existiert, wo dieses Bedürfnis sich nicht geltend macht. So ist es denn ganz erklärlich, wenn in London nur ein geringfügiges Weizentermingeschäft besteht; denn die Weizenzufuhren, welche London erhält, sind fast durchweg Konsignationen. Auf die nämliche Ursache ist die Thatsache zurückzuführen, dass London keinen Terminhandel in Wolle oder Kammzug hat [1]).

3. Die Entwickelung und Ausbildung des Terminhandels in einzelnen Artikeln wurde beeinflusst durch die Umgestaltung der Organisation der Verarbeitungsgewerbe. An die Stelle von unselbständigen Kleinbetrieben, deren Geschäftsgang durch Sitte und Herkommen geregelt worden ist, sind vielfach selbständige, nach kaufmännischen Grundsätzen geleitete Grossbetriebe getreten; das in diesen Grossbetrieben festgelegte Kapital empfindet das Bedürfnis, durch Beteiligung am Termingeschäfte die Gewinnkalkulation sicher zu stellen. Dieser Entwickelungsprozess hat sich besonders in der Müllerei und in der Wollkämmerei geltend gemacht. Die Müllerei war noch in den vierziger Jahren — wie

---

[1]) Vgl. die hauptsächlichsten Börsen etc. S. 143. 155 fg.

oben dargelegt wurde — ein abhängiges Kleingewerbe; der Mahllohn war durch das Herkommen festgesetzt. Diese Lohnmüllereien werden mehr und mehr durch die modernen Handelsmühlen zurückgedrängt; der Mahllohn, den diese erzielen, ist identisch mit dem Gewinn von dem in der Einrichtung der Handelsmühlen fixierten Kapital; dieser Mahllohn wird aber nicht mehr durch das Herkommen bestimmt, sondern durch die jeweilige Lage des Weltmarktes. Je schwieriger es aber geworden ist, zu beurteilen, wie sich dieser Weltmarkt in den nächsten Monaten gestalten werde, um so dringender tritt das Bedürfnis zu Tage, die Verzinsung des im Grossbetriebe angelegten Kapitals auf möglichst lange hinaus gesichert zu wissen; die Möglichkeit, diese Kapitalverzinsung auf Monate hinaus zu sichern, bietet aber eben der Terminmarkt. Dieselbe Entwickelung wie im Müllereigewerbe hat sich in der Wollkämmerei vollzogen [1]).

4. Wir haben gesehen, wie der Terminhandel in Getreide anfangs wenig am Gange des Handels ändert; auch nach Einführung des Terminhandels bleibt das ganze Geschäft vorerst auf dieselben Kreise beschränkt, welche es zuvor betrieben haben. Je intensiver sich aber der Umschwung von der Naturalwirtschaft zur modernen Geldwirtschaft vollzieht, je mehr sich die moderne Organisation des Kredits entwickelt — und diese Entwickelung ist in Deutschland noch eine ziemlich junge —, desto mehr macht sich im Termingeschäft ein neuer Faktor geltend: das bewegliche Kapital. Dieses dringt aber in den Handel eines Artikels nur dann ein, wenn es diese Geschäftsform bereits vorfindet; es verträgt sich nicht mit der schwerfälligeren Form des Lieferungsgeschäfts. Daraus erklärt es sich, dass das Bedürfnis nach einer grösseren Beteiligung des Kapitals mitunter den Anstoss zur Einführung des Termingeschäfts gibt, wie dies z. B. in Havre bei Einführung des Termingeschäfts in Kaffee der Fall war.

5. Diese Erweiterung des Interessentenkreises, wie sie durch

---

[1]) Vgl. Denkschrift betreffend den Terminhandel in Kammzug, S. 3. Wenn Eschenbach diese Entwickelung als eine „nicht völlig gesunde“ bezeichnet, so ist dies vom Standpunkte der Kammgarnspinnereien aus leicht begreiflich.

das Termingeschäft bewirkt wird, verleiht aber dem Markte, wo das Termingeschäft besteht, ein naturgemässes Uebergewicht über die übrigen; denn stets wird derjenige Markt am liebsten aufgesucht, wo der Kreis der Käufer und Verkäufer am grössten ist. Daraus erklärt sich der Aufschwung des Eigenhandels am Terminplatze, wie er z. B. bezüglich des Hamburger Kaffeehandels oben ziffermässig nachgewiesen werden konnte; daraus erklärt sich der Rückgang der kleineren Getreidebörsen einerseits, und die weltbeherrschende Stellung der grossen Terminplätze andrerseits.

6. Der Terminmarkt ist eine Versicherungsanstalt gegen Preisschwankungen. Wer trägt bei dieser Versicherung das Risiko? In den Verhandlungen der Kommission wurde diese Frage besonders auf die Anregungen des stellvertretenden Vorsitzenden Gamp hin sehr lebhaft diskutiert. Ein Teil der Kommissionsmitglieder vertrat die Behauptung, dass durch den Terminhandel das Risiko schliesslich auf die schwächsten Schultern übertragen würde [1]). Wenn der Händler sein Risiko auf den Müller, der Müller auf den Mehlhändler, dieser auf den Bäcker übertrage, so bleibe dieses Risiko schliesslich auf dem Bäcker sitzen, dem im allgemeinen die Möglichkeit fehle, seine Waren auf Termin verkaufen zu können. Diese Ansicht ist ebenso falsch wie etwa der Satz, dass durch die Feuerversicherung das Risiko eines Brandschadens auf den Bauarbeiter übergewälzt würde. Der Händler, der Getreide aus Russland bezieht, und sich für diesen Import durch Verkauf auf Termin sichert, bürdet das Risiko eines Preisrückgangs nicht dem Müller, sondern denjenigen auf, die auf das von ihm auf Termin verkaufte Quantum Termingeschäfte abschliessen. Diejenigen Personen, welche ihrem Berufe nach dem Handel in einem Artikel ferne stehen, gleichwohl aber in demselben Termingeschäfte machen, nehmen das Risiko der Preisbewegung zum Teil auf ihre Schultern.

Hier möge eine Scene aus den Sachverständigen-Vernehmungen der Börsenenquetekommission angeführt werden. Der Sachverständige Horwitz, Getreidehändler aus Hamburg, erzählt

---

[1]) Kommissionsbericht S. 125 fg.

folgendes [1]: „Ein Freund von mir hat — die Sache ist schon älter — von einem schlesischen Händler eine Konsignation von 100 t Weizen bekommen zu einer Zeit, als wir in Hamburg noch das Weizengeschäft hatten. Gleichzeitig hat ein Konkurrent von ihm eine gleiche Quantität derselben Ware in Konsignation bekommen. Als die Konnossemente ankamen, hat mein Freund sich gesagt: im normalen Verlauf der Reise muss der Kahn anfangs Mai in Hamburg sein. Der Preis ist per Mai—Juni 150. Ich verkaufe und sichere mir den Preis. Das ist ein guter Preis. Damit ist mein Kommittent ganz gewiss zufrieden. Sein Konkurrent ist ein Gegner des Termingeschäfts und sagt: nein, ich mache das Geschäft nicht, ich warte, bis der Kahn ankommt. Als er ankam, war der Terminpreis um vielleicht 25 Mk. gefallen. Mein Freund verkaufte den Weizen effektiv um 5 Mk. teurer als Termin, weil die Qualität eine gute war, zu 130 und deckte den Termin zu 125. Sein Konkurrent, der das Geschäft nicht machen wollte, verkaufte ihn zu 125. Das ist ein Fall aus der praktischen Erfahrung." Der Geheime Oberregierungsrat Gamp stellte nun an den Sachverständigen folgende Fragen: „Würde Ihr Freund nun auch diese Freude über das gute Geschäft empfinden, dass er per Tonne 25 Mk. mehr bekommen hat, wenn er sich vergegenwärtigt, dass diese 25 Mk. doch ein andrer eingebüsst hat, und dass vielleicht — ich will sagen, irgend ein Handwerker, ein Beamter, ein kleiner Grundbesitzer diese Differenz hat zahlen müssen und Ihrem Freunde das Risiko abgenommen hat, dass dadurch die Familie an den Bettelstab gekommen ist?" Der Sachverständige erwiderte hierauf mit Recht, dass es nicht in der Natur des Kaufmanns liege, solche Erwägungen anzustellen. Wenn man derartig deduzieren wollte, könnte man mit dem gleichen Rechte folgern, dass es unmoralisch wäre, sich gegen Brandschaden zu versichern, weil durch ein allenfallsiges Brandunglück ein Handwerker, der zufällig Aktionär der betreffenden Feuerversicherungsgesellschaft ist, im Bezuge seiner Dividenden beeinträchtigt werden könnte. Es geht doch nicht an, bei Beurteilung

---

[1] Sachv.-Vern. S. 2459, cfr. S. 3345—3347 und 3137 fg.

wirtschaftlicher Fragen von aprioristisch konstruierten Fällen auszugehen. Fassen wir aber die Regelerscheinungen ins Auge, so müssen wir sagen: nicht die mittellosen Privatpersonen sind es, auf welche im Terminmarkt an der Warenbörse wenigstens das Risiko abgewälzt wird, sondern das Grosskapital.

7. Welchen Einfluss übt der Terminhandel auf die Gestaltung der Preise?

Dem Terminhandel in Spiritus wird seitens der Vertreter der landwirtschaftlichen Brennereien ziemlich allgemein eine preiserhöhende Wirkung zugeschrieben [1]). Aehnlich behauptet ein Sachverständiger der Kaffeebranche, dass das Termingeschäft die Ware für die Konsumenten entschieden verteuert habe [2]). Der Beweis für diese Behauptungen wird übrigens von beiden Seiten nicht angetreten. Die Zuckerfabrikanten haben gegen den Terminhandel das „Vorurteil", dass er die Preise drücke [3]). Von seiten der Agrarier wird dem Terminhandel der Vorwurf gemacht, dass er an den niedrigen Getreidepreisen schuld sei.

Nehmen wir die letztere Behauptung zum Ausgangspunkt unsrer Darstellung. In den Verhandlungen der Börsenenquetekommission wurde seitens des Sachverständigen Kopisch folgendes betont: „In früheren Jahren machte man der Börse den Vorwurf, dass sie durch den Terminhandel die Getreidepreise verteuere und dadurch die Ernährung des Volkes wesentlich schädige. Es war vollständig neu, als im Jahre 1888 die entgegengesetzte Beobachtung Boden fand, indem man meinte, die Börse sei daran schuld, dass die Getreidepreise zu billig seien, die Börse verbillige die Preise, es müsse deshalb im Interesse der Landwirte ein Auskunftsmittel geschaffen werden, und es ist ja bekannt, dass man das effektive Gewicht an den Börsen obligatorisch erhöhte [4])." Ist diese Bemerkung auch zweifellos historisch richtig, so enthebt sie uns doch nicht der Notwendigkeit, den jetzigen Standpunkt der Agrarier einer näheren Würdigung zu unterziehen. In den Verhandlungen der

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3128 (Sachv. v. Tiedemann-Kranz).

[2]) Sachv.-Vern. S. 2087. 2088 (Sachv. van Gülpen-Emmerich).

[3]) Ebenda S. 3254 (Sachv. Dr. Benneke-Athensleben bei Stassfurt).

[4]) Sachv.-Vern. S. 2643.

Börsenenquetekommission hat besonders der Sachverständige Graf Mirbach die erwähnte Behauptung mit aller Entschiedenheit vertreten, und zwar mit folgender Begründung[1]: „Ein Geschäft mit effektiver Ware, also mit Getreide — darum handelt es sich ja —, kann, soweit mein Verstand reicht, eigentlich nur à la hausse geführt werden. Wie wollen Sie mit effektivem Getreide à la baisse spekulieren? Sie haben eine Ware, die Sie bezahlt haben, bezw. die Ihnen kreditiert ist, die viel Arbeit und Zinsen kostet. Sie können also den Nutzen als Geschäftsmann doch nur dadurch erzielen, wenn Sie à la hausse damit spekulieren, während bei Scheinen die Sache ganz beliebig gemacht werden kann. Es wird sich also die Spekulation mit Scheinen, mit nicht effektiver Ware, in entgegengesetzter[2]) Richtung bewegen — natürlich müssen ja auch Gegeninteressenten vorhanden sein —, in der Richtung à la baisse." Kurz zusammengefasst würde diese Schlussfolgerung etwa lauten: „Wer effektives Getreide kauft, d. h. wer Getreide per Kassa, per sofortige Lieferung kauft, kann nur à la hausse spekulieren; im Termingeschäft kann man Blankoofferten machen; folglich ist das Termingeschäft an den niedrigen Getreidepreisen schuld." Der Obersatz muss als im allgemeinen, der Untersatz als unbedingt richtig zugegeben werden; aber verfehlt ist es, aus denselben den erwähnten Schluss zu ziehen. Vergegenwärtigen wir uns einmal, wie die Preisbildung beim Kassageschäft einerseits und beim Termingeschäft andrerseits zu stande kommt! Nehmen wir an, ein gewisses Quantum einer Ware wird im Oktober benötigt; die Besitzer derselben verlangen im April pro Einheitsquantum einen Preis von 100. Diejenigen, welche diesen Preis im April bezahlen, werden allerdings den Wunsch haben, dass der Preis bis zum Oktober steigen werde. Diejenigen, welche glauben, dass sie in einem späteren Zeitpunkte die betreffende Ware billiger bekommen können, bringen, wenn kein Termingeschäft besteht,

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3399.

[2]) In den Drucksachen der Kommission heisst es statt „in entgegengesetzter Richtung": „in derselben Richtung". Wie der Zusammenhang ergibt, liegt hier offenbar entweder ein Versprechen oder ein Druckfehler vor.

ihren Standpunkt dadurch zum Ausdruck, dass sie im April einfach nicht kaufen; durch dieses Zurückhalten suchen sie die Eigner der Ware zu zwingen, mit dem Preise herunterzugehen. Besteht dagegen ein Termingeschäft, so tritt jene Meinung dadurch zu Tage, dass schon im April die Ware von Personen, welche erwarten, dass bis Oktober die Preise niedrig sein werden, ungedeckt offeriert wird. An den materiellen Verhältnissen, welche das Urteil der Baissiers bestimmen, ändert somit das Termingeschäft nichts; das Termingeschäft bewirkt lediglich, dass die pessimistische Meinung bezüglich der Preisbewegung eines Artikels in einer andern Form zu Tage tritt: An die Stelle des Spekulierens à la baisse durch Nichtkaufen tritt die Baissespekulation durch ungedeckten Verkauf, die Baissespekulation mit Kredit. Zwar wird häufig behauptet, das Termingeschäft verursache die kleinen, aber häufigen Preisschwankungen, es übe einen nivellierenden Einfluss auf die Preisbewegungen aus, und umgekehrt, es verursache die grossen Preisstürze, die Corners u. s. w.; allein so wenig geleugnet werden kann, dass beide Erscheinungen am Terminmarkte sich abspielen, so wenig kann zugegeben werden, dass das Termingeschäft die Ursache derselben sei. Denn während auf der einen Seite für diese Annahme jeglicher Beweis fehlt, bedarf es, um das Gegenteil darzuthun, nur des Hinweises auf die Bewegung des Preises verschiedener Artikel, in welchen kein Termingeschäft besteht, wie Kupfer, Zinn, Stärke, Schmalz, Butter u. s. w.

8. Worin beruht nun die wirtschaftliche Bedeutung, welche dem Terminmarkt als einer Versicherungsanstalt gegen Preisschwankungen zukommt?

Man spricht häufig von einem anarchischen Charakter unsrer heutigen Wirtschaftsordnung. Die Sozialisten der verschiedenen Richtungen fordern, dass der Staat mit ordnender Hand in das Regellose der modernen kapitalistischen Wirtschaftsordnung eingreife; sie verlangen, wie das Schlagwort lautet, „planmässige Regelung der Produktion durch den Staat“. Diesen theoretischen Postulaten gegenüber sehen wir, wie aus dem Leben, aus unsrer kapitalistischen Wirtschaftsordnung heraus, neue Institutionen entstehen, welche wenig-

stens die Anbahnung einer planmässigen Regelung unsrer Wirtschaftsverhältnisse bedeuten; so die Gewerkvereine der englischen Arbeiter, die verschiedenen Formen der Unternehmerverbände, wie die Kartelle, Syndikate, Trusts u. s. w. Gemeinsam allen diesen Neuorganisationen ist: dass sie sich dem Verkauf der sog. vertretbaren Güter widmen, dass sie an die Stelle des planlosen Angebots isolierter Fabrikanten oder Arbeiter ein organisiertes Angebot setzen, dass sie eine planmässige Anpassung des Angebots an den Bedarf anstreben. Wenn eine dieser Neuorganisationen sich in einem Artikel bildet, dann ist für den Terminhandel in diesem Artikel kein Raum mehr. So ist es durchaus kein Zufall, wenn wir in Deutschland keinen Terminmarkt in Eisen haben, in Glasgow dagegen ein sehr bedeutender Eisenterminhandel besteht; in Deutschland haben sich eben die verschiedenen Eisenindustriellen zu Syndikaten vereinigt; ähnlich ist der Petroleumterminhandel an den Börsen zu Hamburg und Berlin, obwohl er rechtlich noch besteht, doch faktisch verschwunden, als die Standard Oil Company auftauchte. In denjenigen sog. vertretbaren Artikeln des Massenkonsums, in welchen Produktion oder Konsum nicht in Organisationen zusammengefasst sind, erfüllt das moderne Termingeschäft dieselben Zwecke wie jene Institutionen, wenn auch vielleicht in unvollkommener Weise [1].

---

[1]) Vgl. Lotz in der Besprechung der Schrift: „Der Getreidehandel" von David Kohn in Schmollers Jahrbuch, Jahrgang 1893. Vgl. auch über die Bedeutung der Konsumvereine für die vorliegende Frage: Mrs. Sidney Webb, Die britische Genossenschaftsbewegung, herausgegeben von L. Brentano, Leipzig 1893.

Siebentes Kapitel.

Die Prämiengeschäfte.

I.

Unter Prämiengeschäften (marchés à prime, options) sind solche Termingeschäfte zu verstehen, bei welchen sich eine von den beiden Vertragsparteien, der Prämienzahler, von der andern, dem Stillhalter oder Prämienempfänger, gegen Zahlung eines bestimmten Entgeltes, der Prämie, das Recht kauft, bis zu einem bestimmten Zeitpunkte, dem Erklärungstag, zwischen zwei Arten der Erfüllung des Vertrages wählen zu dürfen.

Es gibt verschiedene Arten von Prämiengeschäften.

1. Das Vorprämiengeschäft. Der Prämienzahler erwirbt gegen Zahlung der Vorprämie das Recht, bis zum Erklärungstage vom Prämienempfänger die Lieferung des Einheitsquantums zu einem bestimmten Preise verlangen zu können, oder die Prämie zu abandonnieren.

2. Das Rückprämiengeschäft. Der Prämienzahler erhält das Recht, zwischen Abandonnierung der Rückprämie und Lieferung an den Prämienempfänger zu wählen.

3. Der Schluss auf Geben und Nehmen oder das Stellgeschäft (marché à double prime, stellage; double option, put and call). Der „Wähler“ hat das Recht, das Einheitsquantum am bestimmten Termin entweder an den „Steller“ zu liefern oder von demselben zu empfangen.

4. Das zweischneidige Prämiengeschäft. Der Prämienzahler hat sowohl das Recht der Wahl, ob er als Käufer oder als Verkäufer auftreten will, wie auch das Recht des Rück-

tritts. Das zweischneidige Prämiengeschäft ist also nichts andres als eine Kombination eines Vorprämien- und Rückprämiengeschäfts.

5. Das Nochgeschäft, auch Fakultät genannt. Der Wähler hat das Recht, statt des Einheitsquantums die doppelte Quantität zu liefern: Verkauf mit Noch, oder Geschäft mit Ankündigung (Fakultät à la baisse); oder er hat das Recht, die Lieferung des doppelten Quantums statt des einfachen zu verlangen. Kauf mit Noch (Fakultät à la hausse). Je nachdem das einfache, doppelte oder mehrfache Quantum nachgefordert bezw. nachgeliefert werden kann, unterscheidet man Geschäfte mit einmal Noch, Geschäfte mit zweimal Noch oder Doppelfakultäten, Geschäfte mit dreimal Noch oder Fakultäten des Dreifachen u. s. w.

6. Der Schluss auf fest und offen. Der Wähler hat das Recht, statt der bedungenen Quantität eine bestimmte Quote zu liefern bezw. zu empfangen.

Die Prämien werden in der Art festgesetzt, dass dem Prämiengeschäft ein gewisser Satz über bezw. unter dem jeweiligen Tageskurse als Kauf- oder Verkaufspreis zu Grunde gelegt wird. Wenn z. B. am 1. April Weizen per Oktober 140 notiert, so ist der Kurs für das Vorprämiengeschäft etwa 142, für das Rückprämiengeschäft etwa 138, bei der Stellage etwa 142/38. Die Differenz zwischen der Tagesnotierung des Fixgeschäfts und des Prämiengeschäfts heisst Ecart, die Differenz zwischen Kaufs- und Verkaufspreis bei der Stellage heisst Spannung.

II.

Welche Rolle spielen die Prämiengeschäfte im Produktenhandel?

Die Leipziger Abrechnungskasse für Kammzuggeschäfte verbucht überhaupt keine Prämiengeschäfte in Kammzug; ebensowenig die Antwerpener Liquidationskasse; doch sollen in Antwerpen privatim Prämiengeschäfte gemacht werden [1]).

Die Hamburger Warenliquidationskasse buchte ur-

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3386 (Sachv. Georgi).

sprünglich alle Arten Prämiengeschäfte in Kaffee. Seit dem 1. Oktober 1889 ist aber die Verbuchung von Nochgeschäften und Stellagegeschäften in Kaffee aufgehoben worden, so dass jetzt nur noch Vor- und Rückprämiengeschäfte verbucht werden [1]. Der für diese zu leistende Einschuss ist auf das Zweifache des für Fixgeschäfte bemessenen Einschusses festgesetzt worden. Faktisch werden in Hamburg nur sehr wenig Prämiengeschäfte gemacht [2]. In Havre dagegen scheinen sie häufiger vorzukommen, und zwar auch Stellage- und Nochgeschäfte [3].

Bezüglich des Getreidehandels [4] erfahren wir, dass der Prozentsatz der Prämiengeschäfte im Vergleich zu den festen Geschäften in Zeiten, in welchen grosse Preisschwankungen eintreten, grösser ist als in Zeiten mit ruhiger Preisbewegung, dass danach zu gewissen Zeiten die Prämiengeschäfte im Getreidehandel ziemlich häufig vorkommen, im allgemeinen aber nur von ziemlich untergeordneter Bedeutung sind. Am beliebtesten sind im Getreidehandel die Nochgeschäfte. Wenn beispielsweise eine Behörde oder eine Gesellschaft Submissionen ausschreibt, so sichern sich die einzelnen Submittenten, welche ihre Angebote zu festen Preisen einreichen müssen, in der Weise, dass sie ein Nochgeschäft abschliessen, also das Einheitsquantum fest kaufen und sich das Recht erwerben, die Lieferung des doppelten oder mehrfachen Quantums nachverlangen zu können. Derjenige Submittent, dem die Lieferung übertragen wird, macht dann von seinem Rechte Gebrauch; er hat sich also durch Zahlung der Prämie den Preis für das Submissionsquantum und damit einen bestimmten Gewinn gesichert. Die übrigen Submittenten machen von dem Rechte der Nachlieferung nur dann Gebrauch, wenn sie für das entsprechende Quantum Verwendung haben; andernfalls abandonnieren sie die Prämie. Die einzelnen Submittenten beschränken somit bei Einreichung fester Anstellungen — deren Erledigung namentlich bei Submissionen an Behörden, wie Militärproviantämter, oft längere Zeit in An-

---

[1] Stat. Anl. S. 368.
[2] Sachv.-Vern. S. 2256.
[3] Sachv.-Vern. S. 2244.
[4] Sachv.-Vern. S. 2316. 2317. 2500—2503. 2882.

spruch nimmt — das ihnen aufgenötigte Risiko auf den Betrag der Prämie.

Auch von Müllern werden Nochgeschäfte abgeschlossen, um sich für in Aussicht stehende Mehlverkäufe das Rohmaterial, resp. den Preis des Rohmaterials zu sichern [1]).

Aehnlich wie im Getreidehandel ist auch im Spiritushandel das Nochgeschäft von allen Prämiengeschäften das am häufigsten vorkommende; es wird namentlich in Zeiten gerne gemacht, wo grössere Preisschwankungen erwartet werden [2]).

Im Zuckerhandel [3]) sind alle Formen der Prämiengeschäfte üblich; im Jahre 1889 waren die Nochgeschäfte in Magdeburg ziemlich beträchtlich, sie kommen aber jetzt nur noch in geringem Masse vor. Im übrigen schliessen besonders ausländische, namentlich österreichische, belgische und französische Zuckerindustrielle, besonders die Raffinerien, sehr häufig Prämiengeschäfte ab, meist mit grossen Bankinstituten, und zwar über grosse Quantitäten.

Die Bestimmungen der Magdeburger Liquidationskasse sind ebenso wie die der Hamburger für die Prämiengeschäfte besonders verschärft. Beim Nochgeschäft müssen Einschüsse und Nachschüsse auf das Dreifache des eventuell daraus zur Lieferung kommenden Quantums gezahlt werden.

III.

Die Stellungnahme der Sachverständigen zu den Prämiengeschäften ist eine sehr verschiedene. Die Mehrzahl hält sie für volkswirtschaftlich völlig gerechtfertigt, ein Teil für unschädlich, ein andrer Teil für notwendig [4]), ja unter Umständen unentbehrlich. Demgegenüber nehmen andre Sachverständige teils gegen einzelne besondere Formen, wie Stellage- und Nochgeschäfte, teils ganz allgemein gegen jede Art von Prämiengeschäften einen ablehnenden und verurteilenden Standpunkt

[1]) Sachv.-Vern. S. 2663.
[2]) Sachv.-Vern. S. 3153. 3154. 3165. 3166.
[3]) Sachv.-Vern. S. 3271. 3280. 3281. 3283. 3313.
[4]) Sachv.-Vern. S. 2097. 2672. 2677. 2882. 3023.

ein[1]). In letzterer Beziehung ist besonders schroff die Aeusserung eines Sachverständigen der Kaffeebranche[2]): „Ich glaube, dass wenn von der Börsenenquetekommission nur das eine erreicht werden könnte, dass die Prämiengeschäfte wegfallen, so würde etwas einigermassen Gutes geschaffen werden, denn das Prämiengeschäft ist doch eigentlich kein Geschäft, das ist doch eine Wette und weiter gar nichts und gehört in den Handel eines soliden Artikels nicht hinein.“ Es ist sonderbar, dass nicht gründlicher die Frage untersucht wurde, zu welchen Zeiten die Prämiengeschäfte in grösserer Anzahl gemacht werden. Aus den dürftigen Mitteilungen, welche die Materialien der Kommission für die Beurteilung der Prämiengeschäfte bieten, lässt sich der Schluss ziehen, dass dieselben vorwiegend in Zeiten einer kritischen Gestaltung der Marktverhältnisse abgeschlossen werden und dem Zwecke dienen, das Risiko thunlichst einzuschränken[3]).

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2522. 2672. 2662. 2665. 3041—3043. 3150. 3155.

[2]) Sachv. Wilhelm, Sozius der Firma Franz Kathreiners Nachfolger in München, S. 2245.

[3]) Erwähnt sei hier die anonyme Broschüre: „Das Prämiengeschäft“, Sonderabdruck aus der Hamburgischen Börsenhalle. Leider teilt der sachkundige Verfasser wenig Thatsächliches mit; er argumentiert fast ausschliesslich mit mathematischen Konstruktionen.

Achtes Kapitel.

Differenzgeschäft.

I.

Im Laufe der vorstehenden Ausführungen wurde wiederholt auf Grund der Aussagen der Sachverständigen dargelegt, dass eine grosse Zahl von Terminengagements an den einzelnen Börsenplätzen durch Zahlung der Differenz zwischen Ankaufs- und Verkaufspreis erledigt wird. Hier erhebt sich nun die Frage: „Wie gross ist die Zahl der an den einzelnen Börsen durch effektive Lieferung erledigten Termingeschäften im Verhältnis zur Gesamtzahl der an den betreffenden Plätzen eingegangenen Terminengagements?"

Für den Terminhandel in Getreide dürfte zuerst Prof. Cohn diese Frage zu beantworten versucht haben. Er schrieb im Jahre 1868: „Wenn wir uns mit annäherungsweisen Ziffern nach der Schätzung Sachverständiger begnügen, so werden im Durchschnitt jährlich zwei Millionen Wispel Roggen in Zeitkäufen auf der Berliner Börse verschlossen, gegenüber einer jährlichen Zufuhr von 100 000 Wispel Roggen. Von jenen zwei Millionen Wispeln wird reichlich die Hälfte durch Kompensation erledigt, die andre Hälfte bei der Anmeldung des Korns im Lieferungstermin abgewickelt, derart, dass etwa zehn Geschäfte durch eine Anmeldung vermittelst der Ueberweisung reguliert werden" [1]). Nach den Aussagen der Sach-

[1]) Zeitschrift des kgl. preussischen statistischen Bureaus, Jahrgang 1868; cfr. Stat. Anl. S. 317.

verständigen treffen heute auf jeden Kündigungsschein, welcher an der Berliner Börse in Umlauf gesetzt wird, durchschnittlich zwischen 20 und 30 Giros, d. h. ungefähr 3½ bis 5 % sämtlicher in Berlin abgeschlossener Getreidetermingeschäfte werden durch effektive Lieferung in Berlin erledigt [1]. Aber die Zahl der Giros ist keineswegs stets auch nur annähernd gleich, sondern je nach der Geschäftslage sehr verschieden. „Wenn beispielsweise die Berliner Müller nicht viel inländisches Getreide oder nicht viel ausländisches Getreide direkt bekommen haben, also hier als Empfänger auftreten, dann wird die Zahl der Giros sehr gering sein. Wenn sie aber versorgt sind oder wenn wir hier keinen rechten Abzug haben, dann wird die Zahl der Giros eine grössere sein“ [2].

Etwas genauere Angaben stehen für den Antwerpener Kammzugterminhandel zu Gebote. Es wurden in Antwerpen im Termin gehandelt 1890: 53045000 kg, 1891: 65375000 kg, 1892 (bis inkl. 12. Dezember) 45190000 kg; zur Expertise durch die Sachverständigen gelangten 1890: 3563171 kg, 1891: 6000922 kg, 1892 (bis 12. Dezember): 6980770 kg. Von der Gesamtzahl der in Antwerpen gebuchten Kontrakte wurden demnach durch effektive Lieferung in Antwerpen erledigt im Jahre 1890 ungefähr 6,72 %, 1891 ca. 9,2 %, und 1892 ca. 15½ % [3].

Für das Termingeschäft in Kaffee und Zucker stehen uns Ziffern zur Verfügung, welche für diese Artikel eine absolut genaue Beantwortung der vorliegenden Frage ermöglichen. Dieselben mögen daher hier Platz finden [4].

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2486. 2495.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2495 (Sachv. Sobernheim, Getreidehändler in Berlin).

[3]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 146.

[4]) Stat. Anl. S. 376 fg.

A. Kaffee (in Hamburg).
(In Säcken.)

Jahrgang	1887	1888	1889	1890	1891
Verbucht wurden .	2 920 000	16 328 000	11 866 000	5 510 000	6 538 000
Angedient wurden	69 000	561 000	449 500	138 500	116 500
Das Verhältnis der Andienungen zu den Buchungen beträgt also in %	2,39	3,43	3,79	2,51	1,79

B. Rohzucker.
(In Säcken.)

I. Hamburger Liquidationskasse.

Jahrgang	1888	1889	1890	1891
Verbucht wurden . . .	3 108 000	8 255 500	6 898 500	7 635 000
Angedient wurden . . .	152 500	404 000	339 000	577 000
Verhältnis der Andienungen zu den Buchungen in %	4,90	4,89	4,91	7,55

II. Magdeburger Liquidationskasse.

Jahrgang	1889	1890	1891	1892
Verbucht wurden . . .	388 000	2 916 000	4 415 500	4 723 500
Angedient wurden . . .	99 500	258 000	392 000	387 500
Verhältnis der Andienungen zu den Buchungen in %	25,6	8,85	8,87	9,09

II.

Dem Umstande, dass ein so grosser Prozentsatz der an einem Börsenplatze eingegangenen Termingeschäfte durch Abrechnung, bezw. durch Zahlung der Kursdifferenzen erledigt wird, verdankt das Wort „Differenzgeschäft“ seine

Entstehung. „Differenzgeschäft!“ ein höchst sonderbares Wort, muss sich unwillkürlich der Jurist denken; ein Geschäft, das auf eine Differenz gerichtet ist, ein Vertrag, dessen primärer Gegenstand die Leistung einer Differenz ist —, das ist ein sehr vager, sehr zweifelhafter Begriff, juristisch ein Monstrum. Und doch ist es gerade die Jurisprudenz oder vielmehr die Rechtsprechung gewesen, die diesen Begriff zuerst aufgestellt und angewendet hat. Ja, sie hat sich mit dem Ruhme, die Urheberschaft für diesen Begriff in Anspruch nehmen zu dürfen, nicht zufrieden gegeben und das „Differenzgeschäft“ in zwei Unterarten gespalten, in das sog. „reine“ oder „eigentliche“ und das „unreine“ oder „uneigentliche“ Differenzgeschäft. Dieser Sprachgebrauch soll zunächst beibehalten werden. Danach ist unter reinem Differenzgeschäft ein Termingeschäft zu verstehen, bei welchem die Kontrahenten ausdrücklich verabreden, dass die gekaufte Ware nicht empfangen, resp. die verkaufte nicht geliefert, sondern dass lediglich die Differenz zwischen dem Vertragspreise und dem Preise eines bestimmten späteren Zeitpunktes gezahlt werden soll; anders ausgedrückt: ein Termingeschäft, bei welchem nach der ausdrücklichen Vereinbarung der Kontrahenten Recht und Pflicht zu effektiver Lieferung ausgeschlossen ist. Als unreines Differenzgeschäft oder wohl auch als Differenzgeschäft schlechthin wird dagegen jedes Termingeschäft bezeichnet, welches nicht an dem betreffenden Börsenplatze durch effektive Lieferung erledigt wird.

Schon mehrere Jahrhunderte beschäftigen sich Gesetzgebung, Rechtswissenschaft und Judikatur mit dem Differenzgeschäft. Während die Gesetzgebung des 17. und der ersten Hälfte des 18. Jahrhunderts besonders in Holland und Frankreich das Termingeschäft rundweg untersagt hatte, beschränkte sich die Gesetzgebung seit der zweiten Hälfte des vorigen bis in die sechziger Jahre dieses Jahrhunderts darauf, die Differenzgeschäfte zu verbieten oder doch denselben den gerichtlichen Schutz zu versagen [1]). Besonders die französische Gesetzgebung

[1]) Näheres bei Cohn, Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte in den Jahrbüchern für Nationalökonomie und Statistik, Jahrgang 1867; Ehren-

der letzten Jahrzehnte des vorigen Jahrhunderts weist eine Reihe von Gesetzen auf, welche die Differenzgeschäfte unter Androhung von Geld- und Freiheitsstrafen verboten und für ungültig oder doch unklagbar erklärten. Aber alle diese Gesetze hatten einen kläglichen Misserfolg. Die Tendenz der neueren ausserdeutschen Gesetzgebung geht ziemlich übereinstimmend dahin, die Klaglosigkeit der Differenzgeschäfte aufzuheben. In England wurde 1860 das Verbot der Zeitgeschäfte, welches die Sir John Barnards-Akte von 1734 statuiert hatte, beseitigt: jetzt sind dort nach dem common law alle Zeitgeschäfte, gleichviel, ob sie durch effektive Lieferung oder durch Zahlung der Kursdifferenzen erledigt werden, schlechthin klagbar. Nach neuestem französischen Recht sind selbst die sog. reinen Differenzgeschäfte klagbar. Das österreichische Börsengesetz vom 1. April 1875 enthält folgende Bestimmung: „Bei der Entscheidung von Rechtsstreitigkeiten aus Börsengeschäften ist die Einwendung, dass dem Anspruche ein als Wette oder Spiel zu beurteilendes Differenzgeschäft zu Grunde liege, unstatthaft. Als ‚Börsengeschäfte' sind aber nur jene Geschäfte anzusehen, die im öffentlichen Börsenlokale in der festgesetzten Börsenzeit über solche Verkehrsgegenstände geschlossen worden sind, welche an der betreffenden Börse gehandelt und notiert werden dürfen."

III.

Der Rechtszustand im Deutschen Reiche ist derzeit folgender: Für das Strafrecht kommt in Betracht § 210 Abs. 1 der Reichskonkursordnung: „Schuldner, welche ihre Zahlungen eingestellt haben oder über deren Vermögen das Konkursverfahren eröffnet worden ist, werden wegen einfachen Bankrotts mit Gefängnis bis zu zwei Jahren bestraft, wenn sie durch Aufwand, Spiel oder Differenzhandel mit Waren oder Börsenpapieren übermässige Summen verbraucht haben oder schuldig geworden sind." Leider fehlen uns statistische Nach-

---

berg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung; Gareis, Die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte.

weise darüber, wie oft dieser Paragraph seit Erlass der Konkursordnung angewendet worden ist; wenn wir aus den Andeutungen einiger Sachverständigen Folgerungen ziehen dürfen, so scheint diese Bestimmung in der Praxis von den Staatsanwälten sehr selten beachtet zu werden. Was die zivilrechtliche Seite unsrer Frage anlangt, so steht zunächst fest, dass nach Handelsrecht Zeitgeschäfte jeder Art, folglich auch an und für sich Termingeschäfte, gültig und klagbar sind. Nun können aber nach dem in Deutschland zur Zeit geltenden Privatrechte Forderungen aus Spiel- und Wettverträgen weder klageweise noch einredeweise geltend gemacht werden; derartige Ansprüche erzeugen nach einigen Partikularrechten nicht einmal eine Naturalobligation. Ob und inwieferne diese über Spiel und Wette geltenden Rechtsnormen auch auf Ansprüche aus Differenzgeschäften anwendbar sind, anders ausgedrückt, unter welchen Voraussetzungen das Differenzgeschäft als Spiel oder Wette aufzufassen und mithin als klaglos anzusehen ist, darüber hat sich in der Doktrin keine feste Ansicht gebildet, und auch die Rechtsprechung unsrer obersten Gerichtshöfe hat in dieser Frage sehr geschwankt. Das Reichsoberhandelsgericht hielt in konstanter Rechtsprechung daran fest, dass der Spieleinwand nicht schon dann begründet sei, wenn der eine oder andre Kontrahent beim Abschluss des Geschäftes sich von der Absicht habe leiten lassen, dass am Lieferungstermin nicht effektiv geliefert, sondern nur die Preisdifferenz berechnet und gewährt werde. „Denn," so heisst es wörtlich in einem Erkenntnis vom 4. Juni 1872 [1]), „solange diese Absicht unausgesprochenes Motiv bleibt, ist sie schon deshalb irrelevant, weil dessenungeachtet keiner der Kontrahenten gehindert wird, am Stichtage auf effektiver Lieferung zu bestehen; erst dann, wenn diese Absicht der Kontrahenten beim Vertragsschluss zum Ausdruck gebracht, wenn also ausdrücklich bedungen sei, dass Recht und Pflicht zu effektiver Lieferung ausgeschlossen sein solle, erst dann liege in Wahrheit nicht mehr ein Kauf

---

[1]) Vgl. Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts Bd. VI, S. 223; ähnlich Bd. IX, S. 201; Bd. XIV, S. 273; Bd. XV, S. 273; Bd. XVII, S. 41.

vor, sondern ein in die Formen des Lieferungskaufes eingekleidetes, nach den Grundsätzen über Spiel und Wette zu beurteilendes reines Differenzgeschäft.“ Diese Auffassung beherrschte anfänglich auch die Rechtsprechung des deutschen Reichsgerichts. Noch in einem Erkenntnis vom 6. Juni 1888 spricht der erste Zivilsenat des Reichsgerichts aus, dass es zur Annahme eines reinen, klaglosen Differenzgeschäftes nicht genüge, wenn die Absicht des einen Kontrahenten lediglich auf Börsenspiel gerichtet sei, selbst wenn dies dem Mitkontrahenten nicht hätte zweifelhaft sein können; es müsse vielmehr zwischen den Parteien dahin kontrahiert sein, dass die effektive Lieferung ausgeschlossen sein solle. Wenn auch die Erklärung dieses Vertragwillens nicht bloss durch dahingehende Worte, sondern ebensowohl durch konkludente Handlungen erfolgen könne, so sei doch in den Thatsachen, dass jemand seine Zahlungen eingestellt habe, dass er zum Börsenspiel veranlasst worden sei, dass er nicht die Mittel zur Bestreitung des Notwendigsten gehabt und gleichwohl Zeitkäufe über 15000 Wispel Roggen zu 85 Thlr. geschlossen habe u. dgl., der konkludente Ausdruck des Vertragswillens beider Teile nicht zu finden [1]). An dieser Auffassung hielt das Reichsgericht bis zum Jahre 1892 fest. In diesem Jahre trat ein Umschwung ein. In einem Erkenntnis vom 20. Februar 1892 sprach der erste Zivilsenat sich dahin aus, dass die Frage, ob die übereinstimmende Willensmeinung, nur zu spielen, auch ohne ausdrückliche Abrede aus dem Zusammenhang der Umstände sich ergebe, keine reine Thatsache sei, sondern in untrennbarem Zusammenhange mit dem Rechtsbegriff des Differenzgeschäftes und einer stillschweigenden Willenserklärung stehe, d. h. also, dass sich die Prüfung des Reichsgerichts als Revisionsinstanz auch darauf zu erstrecken habe, ob die Auffassungen der Instanzgerichte bezüglich der jeweiligen thatsächlichen Verhältnisse und Umstände richtig seien. Von da ab ging die konstante Praxis des Reichs-

[1]) Vgl. den Anhang: „Rechtsprechung des deutschen Reichsgerichts über den Differenzeinwand“ in den Materialien der Börsenenquetekommission.

gerichts dahin, dass es zum Begriff des klaglosen Differenzgeschäftes genüge, wenn aus den jeweils vorliegenden thatsächlichen Verhältnissen, insbesondere aus dem Verhältnis des Vermögens zum Umfange der eingegangenen Engagements, gefolgert werden könne, dass die Kontrahenten nur die Zahlung der Differenz gewollt haben. „Missverhältnis zu dem Vermögen des Spekulanten, sowie die ausschliessliche Abwickelung durch Berechnung der Differenzen kommen als Umstände in Betracht, aus welchen auf eine vereinbarte Ausschliessung effektiver Erfüllung geschlossen werden kann.“ Besonders scharf wirkt diese Wendung der Judikatur des Reichsgerichts weiter in einem Erkenntnis des Oberlandesgerichts Naumburg vom 26. November 1892, in welchem es wörtlich heisst: „Zur Annahme, dass Pflicht und Recht zur effektiven Lieferung von beiden Parteien ausgeschlossen gewesen, bedürfe es nicht der Feststellung eines speziellen Willensaktes, aus welchem die beiderseitige Willensgebundenheit sich unmittelbar ergebe. Es genüge vielmehr die Feststellung, dass beide Parteien die Absicht gehabt haben, das Geschäft lediglich durch Ausgleichung der Differenz, nicht aber durch effektive Lieferung zu regulieren. Dass die Gemeinschuldner diese „Willensmeinung“ gehabt hätten, ergebe sich aus deren Aussage und aus den Auslassungen des Konkursverwalters, auf welche es übrigens nicht einmal ankomme, da die „Spielabsicht“ der Gemeinschuldner durch deren Zeugnis voll erwiesen sei. Und auch auf Seiten der Klägerin habe zweifellos dieselbe Absicht bestanden, wenngleich diese auf Seiten der Klägerin sich nicht in derselben Weise unmittelbar ergebe. Es sei nichts Auffallendes, dass die Geschäfte äusserlich als reine Differenzgeschäfte nicht erkennbar waren. Die Parteien hätten stets ein Interesse daran, ihre wahre Absicht möglichst zu verdecken, indem sie sich der Folgen wohl bewusst wären, welche sich an das Abschliessen von Differenzgeschäften knüpften und teils auf zivilrechtlichem, teils auf strafrechtlichem Gebiete lägen, deshalb könne auch auf den Inhalt des Briefwechsels, sowie auf die Schlussscheinbedingungen kein ausschlaggebendes Gewicht gelegt werden, zumal kein einziges Geschäft anders als durch Differenzregulierung er-

ledigt worden. Die Korrespondenz halte sich lediglich an die Schlussscheinbedingungen und deren Festsetzungen, betreffend die Ankündigung für den Fall effektiver Lieferung. Aber gerade diese Bestimmungen über die Kündigung deuteten darauf hin, dass die effektive Lieferung nicht bloss nicht die Regel bilden solle, sondern dass vielmehr der Verkäufer überhaupt zu effektiver Lieferung nicht gezwungen werden könne, und dass effektive Lieferung mithin von vornherein nicht in der Absicht liege; denn während § 1 der Bedingungen die Pflicht zu effektiver Lieferung festzusetzen scheine, dienten die meisten der folgenden Paragraphen (namentlich §§ 2. 3. 4. 6. 7. 9. 10. 11) dazu, die Vorschriften des § 1 auf alle mögliche Weise einzuschränken und zu verklausulieren. Auch wenn Klägerin sich über die Leistungsfähigkeit der Firma vorher erkundigt habe, würde dies den Schluss nicht rechtfertigen, dass bei den Geschäften Recht und Pflicht zur Lieferung ausgeschlossen. Vielmehr liesse sich mit Sicherheit nicht auf mehr schliessen, als dass Klägerin sich erkundigen wollte, ob die Firmen mindestens für die Differenzen zahlungsfähig seien. Auch der von Klägerin selbst in einem eingetragenen Schriftstück gebrauchte Ausdruck, die Gemeinschuldner seien ihr als „unternehmend" bezeichnet worden, könne für die Annahme, dass es sich um Differenzgeschäfte gehandelt habe, verwertet werden. Auch die Behauptung der Klägerin, dass sie das Getreide stets an der Hand gehalten habe, würde nur in der gleichen Weise wie die andern erörterten Behauptungen zu deuten sein, dass dadurch der wahre Charakter der Geschäfte verschleiert werden sollte. Aber auch, wenn der Klägerin darin beizutreten wäre, dass ihr die Kenntnis von der mangelnden Fähigkeit der Gemeinschuldner, die Geschäfte durch reelle Lieferung oder Empfang zum Austrag zu bringen, gefehlt habe, so sei solche doch dem Vertreter der Klägerin, dem Agenten Jakobs, bekannt gewesen. Es habe also auf seiner Seite ebenfalls die Spielabsicht vorgelegen. Die Kenntnis ihres Vertreters müsste aber Klägerin gegen sich gelten lassen." Ziemlich dieselbe Begründung findet sich in einem Erkenntnis desselben Gerichtshofs vom 13. Januar 1893. Des weiteren finden sich in den Gründen dieses Urteils folgende

bemerkenswerte Stellen: „Zu einer stillschweigenden Uebereinkunft über den Ausschluss der Effektiverfüllung genüge schon die Thatsache, dass beiden Vertragschliessenden oder auch einem von ihnen die bei dem andern Teil bestehende Spielabsicht deutlich erkennbar geworden.“ „Die geschehene Kündigung der Ware schliesse das Vorhandensein eines reinen Differenzgeschäftes nicht aus [1].“

Es waren wohl kaum streng juristische Argumente, welche diese Schwankung in der Rechtsprechung veranlassten [2]. Die Veranlassung zu derselben gaben vielmehr wirtschaftliche Vorgänge: die infolge der Ereignisse des Jahres 1891 entstandene Agitation gegen die Börse wies darauf hin, dass es der Rechtsprechung bisher nicht gelungen sei, das Börsenspiel aus der Welt zu schaffen, und nun glaubte man dem Uebel dadurch beikommen zu können, dass man die richterlichen Urteile nicht mehr auf den hergebrachten, scharf entwickelten Begriff des reinen Differenzgeschäftes stützte, sondern mehr auf der Basis arbiträren richterlichen Ermessens aufbaute; nicht mehr der Inhalt, sondern der Zweck des Vertrags wurde zum Gegenstand der richterlichen Prüfungsthätigkeit gemacht. Was diese abweichende Rechtsprechung als besonders bedenklich erscheinen lässt, ist der Umstand, dass seitdem die Praxis der Landgerichte und Oberlandesgerichte eine durchaus unberechenbare geworden ist. In Berlin tagten zwei Senate des Kammergerichts nebeneinander, von denen der eine der neuesten Rechtsprechung des Reichsgerichts folgte, während der andre an den Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts festhielt; je nachdem der Name des Beklagten mit einem der Buchstaben von A bis L oder von M bis Z anfing, war genau der gleiche Rechtsstreit bei dem einen Senate gewonnen, bei dem andern verloren.

---

[1]) Vgl. Archiv für oberstrichterliche Entscheidungen Bd. XLIII; Nr. 111; ferner Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen Bd. XXXIV, S. 83. 187.

[2]) Dies wird zugegeben von Wiener, Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung, S. 31.

IV.

Begreiflicherweise hat diese Wandlung in der Praxis unsrer obersten Gerichtshöfe einen lebhaften wissenschaftlichen Streit hervorgerufen. Fehlt es auf der einen Seite nicht an Schriftstellern, welche diese Neuerung energisch bekämpfen, so haben andrerseits bedeutende Juristen dieselbe lebhaft verteidigt. Es ist hier nicht der Ort, eingehend zu untersuchen, ob diese neueste Praxis de lege lata gerechtfertigt ist; eine derartige Untersuchung, so interessant sie wäre, geht über den Rahmen einer volkswirtschaftlichen Arbeit hinaus. Ebensowenig kann zu den Ansichten aller verschiedenen Schriftsteller, welche über Differenzgeschäft und Börsenspiel geschrieben haben, Stellung genommen werden [1]. Nur folgendes sei bemerkt:

1. Den extremsten Standpunkt unter den neueren Schriftstellern über das Differenzgeschäft nimmt Baron ein. Ihm ist das Reichsgericht „noch lange nicht weit genug gegangen, da es noch immer dem Beklagten die Beweislast auferlegt und den Beweis in Umständen findet, welche ausserhalb der effektiven Lieferung und Zahlung liegen“. Interessant ist die Methode, durch welche Baron zu diesem Resultat gelangt. Er führt aus: „Leider bekommt der praktische Jurist das

[1]) Die Litteratur über das Differenzgeschäft ist eine sehr reichhaltige. Abgesehen von den bereits früher citierten, und von den älteren Autoren kommen in Betracht: G. Cohn, Zur Börsenreform; anonym, Das Differenzgeschäft; anonym, Der Terminhandel (Sonderabdrücke aus der Hamburger Börsenhalle); Baron, Die Börsenenquete; Wiener, Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung; Leist, Die Differenzgeschäfte aus Börsenansprüchen (dazu Rümelin in der kritischen Vierteljahrsschrift, N. F., Bd. 16, S. 193 fg.); Bruckner, Der Differenzhandel an der Börse; Lahusen, Das Differenzgeschäft; Bähr, Das Börsenspiel und die Gerichtspraxis; derselbe, Das Ergebnis der Börsenenquete; derselbe, Das Börsenspiel nach den Protokollen der Börsenkommission; Kitzinger, Ueber Begriff und Klagbarkeit der Differenzgeschäfte (Diss.); Frhr. v. Gagern, Die Differenzgeschäfte (Diss.); ferner die Verhandlungen des 16., 17. und 22. deutschen Juristentags; die Artikel: Börsengeschäfte, Börsenspiel und Zeitgeschäfte im Handwörterbuch der Staatswissenschaften.

Termingeschäft immer als ein einzelnes in die Hände, nämlich dann, wenn es den Gegenstand eines Prozesses bildet; aus seinen Händen geht es dann in seiner bisherigen Beschaffenheit, d. h. wieder als einzelnes, in die Betrachtung des juristischen Schriftstellers und des Gesetzgebers über, und so ergibt sich eine unglückselige Beeinflussung in falscher Richtung: die Auffassung des Praktikers wird massgebend für den Theoretiker und Gesetzgeber, während umgekehrt Theoretiker und Gesetzgeber bemüht sein sollten, die Gesamtlage zu erfassen und von hier aus auf die Betrachtungsweise des Praktikers einzuwirken. Das Verständnis des Termingeschäftes gewinnt man nicht durch Einsicht der Prozessakten, sondern durch die Beobachtung der Börsenvorgänge.“ Auf diesem Wege gelangt Baron zu dem Resultate: „Das Termingeschäft ist reines Differenzgeschäft.“ Die Lehre, welche Baron den Juristen gibt, ist gewiss recht beherzigenswert; schade, dass er in der Befolgung derselben nicht mit gutem Beispiel vorangegangen ist. Wenn an der Berliner Börse ungefähr das Dreissigfache des in Kündigung umlaufenden Getreides im Termingeschäft umgesetzt wird, lässt sich dann aus dieser Thatsache der Schluss ziehen, dass diesen Umsätzen keine effektive Ware zu Grunde liege, dass folgeweise das Termingeschäft ein Geschäft mit fingierter Ware, ein reines Termingeschäft sei? Dies ist, wie wenn jemand argumentieren wollte: in den Jahren 1870/71 befanden sich in den Hauptquartieren der feindlichen Armeen nicht einmal 1 % der Soldaten, mit welchen in diesen Hauptquartieren operiert wurde; folglich ist der deutsch-französische Krieg mit Bleisoldaten geführt worden. Im Laufe der obigen Ausführungen ist für jeden einzelnen Artikel dargelegt worden, wie der Terminmarkt zur Sicherung des Preises benutzt wird. *An den Sitzen der grossen Terminbörsen* finden die eingegangenen Engagements allerdings nur zu einem verschwindenden Bruchteile ihre Erledigung durch effektive Lieferung, bezw. durch effektive Abnahme der Ware; aber die grossen Börsen sind eben die Generalstabsquartiere des Welthandels; von ihnen aus wird die Verteilung der gewaltigen Warenquantitäten dirigiert. Wer ein effektives Geschäft nur dann als vorhanden annimmt,

wenn die einzelnen Getreidesäcke von dem bisherigen Inhaber dem Käufer realiter übergeben werden, für den ist das Termingeschäft freilich nichts andres als reines Differenzgeschäft.

2. Dass ein und dasselbe Quantum durch mehrere Hände geht, ist durchaus nicht eine spezielle Eigentümlichkeit des Termingeschäftes, sondern bei allen Geschäftsformen möglich, und kommt insbesondere bei allen Arten des Zeitgeschäftes vor.

3. Für die juristische Beurteilung ist auszugehen von der in allen Schlussscheinen vorkommenden Bestimmung, dass die verkaufte Ware dem Käufer gegen Zug um Zug zu leistende Barzahlung effektiv geliefert werden muss. Bei der weiteren Betrachtung ist aber zu unterscheiden, ob das betreffende Engagement mit einer Liquidationskasse eingegangen wurde oder nicht. Im Regulativ der Hamburger Warenliquidationskasse für Termingeschäfte in Kaffee ist beispielsweise folgende Bestimmung getroffen:

„Wenn ein Kontrahent zwei, auf denselben Lieferungstermin lautende Liquidationsscheine — in deren einem er als Käufer und in deren anderm er als Verkäufer erscheint — der Gesellschaft zur Abrechnung einreicht, so ist das sich auf Grund der von der Gesellschaft sofort aufzumachenden Abrechnung ergebende Guthaben dem Kontrahenten umgehend zu kreditieren oder auf Verlangen auszubezahlen.

„Die Einlieferung der Liquidationsscheine zur Abrechnung hat spätestens am letzten Werktage des Lieferungsmonats zu erfolgen; erfolgt die Einlieferung nicht rechtzeitig, so erteilt die Gesellschaft nach Massgabe der bei ihr offenstehenden Kontrakte ihrerseits Abrechnung.“

Nach diesen Bestimmungen hat die Kasse am Ultimo, ihr Gegenkontrahent immer ein Recht auf Kompensation der sich gegenüberstehenden Engagements; am Ultimo bewirkt das blosse Gegenüberstehen entgegengesetzter Kontrakte, dass die daraus entstandenen Rechte auf Abnahme bezw. auf Lieferung als von Rechtswegen annulliert erscheinen. Wer mit der Kasse kontrahiert, kann sich also seiner Pflicht zur effektiven Abnahme bezw. zur effektiven Lieferung da-

durch entziehen, dass er ein entgegengesetztes Engagement eingeht; dadurch kann somit die oben erwähnte Bestimmung der Schlussscheine illusorisch gemacht werden. Anders liegt die Sache für jene Artikel, für deren Terminhandel keine Liquidationskasse besteht. Hier bewirkt das Gegenüberstehen zweier entgegengesetzter Engagements für denselben Termin und zwischen den nämlichen Kontrahenten nicht einmal ein Sich-gegenseitig-lahm-legen oder Sich-gegenseitig-aufwiegen des Rechts auf Abnahme und des Rechts auf Lieferung, geschweige denn, dass das eine durch das andre rechtlich annulliert würde [1]).

4. Differenzgeschäft und Börsenspiel sind zwei ganz verschiedene Begriffe. Das durch Zahlung der Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreis erledigte Termingeschäft lässt sich äusserlich von dem durch effektive Lieferung bezw. Empfangnahme erledigten nicht unterscheiden. Auch die Absicht eines Kontrahenten, nicht effektiv zu liefern bezw. zu empfangen, rechtfertigt noch nicht den Schluss auf das Vorhandensein eines blossen Spiels; in dieser Absicht werden ja, wie oben dargelegt wurde, fast alle zum Zwecke der Preissicherung eingegangenen Kontrakte abgeschlossen. Von „Börsenspiel“ kann nur dann die Rede sein, wenn die Beteiligung am Börsenverkehr ohne jegliche Kenntnis der Marktlage des betreffenden Artikels erfolgt oder die eingegangenen Engagements im Missverhältnis zu der Vermögenslage des Beteiligten stehen. Börsenspiel kann danach nicht nur von Privatpersonen, von den sog. Outsiders getrieben werden, sondern auch von dem berufsmässigen Händler. Nach den früheren Darlegungen tritt die Neigung zu spielähnlicher Beteiligung am Börsenverkehr besonders in Zeiten grosser Fluktuationen in der Bewegung der Preise zu Tage.

---

[1]) Vgl. die Aeusserung des Sachv. Sobernheim-Berlin (Sachv.-Vern. S. 2493): „Wenn Sie heute an der Berliner Börse sechsmal von jemand zu empfangen und auch sechsmal zu liefern haben, so kann ich nicht sagen: Hier haben Sie die Rechnung sechsmal hin und her, da kommt für mich so viel heraus, sondern dann sagt der Gegenkontrahent: Bitte, liefern Sie mir, ich werde auch liefern.“

Anhang.

Die Börsensteuer.

Wir haben die Börsensteuer hier nicht als Steuer zu betrachten, nicht zu prüfen, ob sie im Rahmen unsres Steuersystems zu rechtfertigen ist, sondern nur die Frage zu beantworten: „Können die Auswüchse des Börsenverkehrs durch eine Erhöhung der Börsensteuer eliminiert werden?"

Nur wenige Sachverständige haben diese Frage bejaht; die weitaus überwiegende Mehrzahl der Ansichten geht dahin, dass der reelle Warenverkehr dadurch geschädigt wird; in der Regel werde die Steuer auf die Produzenten abgewälzt [1]). Als Thatsache wird von einem Kaffeesachverständigen angeführt, dass die Beteiligung Deutschlands am Havreser Terminmarkt infolge der Erhöhung der Börsensteuer sich vergrössert habe [2]). Von Sachverständigen andrer Branchen wird eine derartige Wirkung nicht hervorgehoben; ebensowenig, ob die Börsensteuer auf die inneren Verhältnisse einen Einfluss geübt hat, etwa auf den Niedergang des Maklergewerbes oder dgl.

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2335. 2521. 3023. 3151. 3167. 3386—87. 3425.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2214. 2243.

Neuntes Kapitel.

Maklerwesen und Kursfeststellung.

I.

Wir beginnen unsre Betrachtung über das Maklerwesen mit einem kurzen Blick auf die diesbezüglichen Verhältnisse im Auslande.

In England besteht, wie an den Effekten-, so auch an den Produktenbörsen, eine strenge Scheidung zwischen Maklern (brokers) und Händlern (dealers). Niemand kann an einer und derselben Börse zugleich Makler und Händler sein; es ist den Maklern verboten, eigene Geschäfte zu machen. Aber dieses Verbot wird in der Praxis häufig umgangen. Zudem hat sich in England, speziell in London, der eigentümliche Zustand herausgebildet, dass Leute, die an der einen Börse, z. B. am Getreidemarkt von Mark Lane, als Eigenhändler thätig sind, an einer andern, an der Corn exchange oder am Baltic, als Makler funktionieren [1]).

In Frankreich haben die Effektenmakler, die agents de change, ihre monopolistische Stellung auch heute noch inne, wenigstens nach dem strengen Buchstaben des Gesetzes; faktisch spielen allerdings die Pfuschmakler (die „Coulisse“) für den Handel in sehr vielen Effekten die Hauptrolle. Das Ge-

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3592. 3593. Vgl. ferner die hauptsächlichsten Börsen etc. S. 74, sowie Artikel Maklerwesen im Handwörterbuch der Staatswissenschaften.

werbe der Produktenmakler dagegen, der courtiers des marchandises, ist durch das Gesetz vom 18. Juli 1866 freigegeben worden. Auf Antrag ist der Makler, der seine Unbescholtenheit und Befähigung nachweist und die Eintragungsgebühr bezahlt, in die vom Handelsgericht zu führende Liste einzutragen. Die Makler dürfen Geschäfte für eigene Rechnung machen, müssen dann aber bei Vermeidung einer Geldstrafe die Beteiligten davon in Kenntnis setzen. Auf Antrag werden die Makler auch vereidigt. Diese vereidigten Makler (courtiers assermentés) haben zwar kein ausschliessliches Vermittelungsrecht, aber sie sind allein zur Kursfeststellung berechtigt. An der Produktenbörse zu Paris bilden die vereidigten Makler eine Gesellschaft; für sie ist an der Börse ein besonderer Raum, corbeille oder parquet genannt, reserviert. In Havre entscheidet die Liquidationskasse über die Zulassung der Makler, ähnlich wie die Hamburger Liquidationskasse [1]).

Das belgische Handelsgesetzbuch statuiert eine Haftung der Makler für die Erfüllung der von ihnen abgeschlossenen Geschäfte. Diese Verantwortlichkeit erlischt, wenn der Makler den Namen des Käufers oder Verkäufers dem Gegenkontrahenten genannt hat, und dieser keine Einwendung gegen die Person des Betreffenden erhebt. Im übrigen dürfen die Makler Geschäfte für eigene Rechnung machen, haben aber auch kein ausschliessliches Vermittelungsrecht. An der Liquidationskasse in Antwerpen bestehen ähnliche Zustände wie in Havre und Hamburg; ebenso an den beiden niederländischen Produktenbörsen Amsterdam und Rotterdam [2]).

Zu erwähnen sind noch die in Oesterreich durch das Gesetz vom 4. April 1875 über das Maklerwesen getroffenen Bestimmungen [3]). Der Bewerber um eine Handelsmaklerstelle muss österreichischer Staatsbürger, mindestens 24 Jahre alt und von unbescholtenem Lebenswandel sein und die freie Verwaltung seines Vermögens besitzen; ferner muss er die Handels-

---

[1]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 80 fg.
[2]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 61.
[3]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 96. 97.

maklerprüfung, welche bei den Börsenleitungen unter Vorsitz des Börsenkommissärs abgehalten wird, mit gutem Erfolg bestanden haben. Sind diese Vorbedingungen gegeben, so erfolgt die Ernennung durch die Börsenleitung, welche aber der Bestätigung durch die politische Landesbehörde unterliegt. Diese nimmt dann auch die Vereidigung vor. Den Handelsmaklern ist verboten, Geschäfte zu vermitteln, rücksichtlich deren der gegründete Verdacht vorliegt, dass die Partei sie nur zum Scheine oder zur Benachteiligung dritter Personen schliessen wolle; ebensowenig dürfen sie an der Börse Geschäfte in Effekten vermitteln, welche im amtlichen Kursblatte der Börse nicht notiert sind. Bei Strafe der Amtsentsetzung ist ihnen verboten, Geschäfte für eigene Rechnung zu machen. Ferner dürfen sie zu keinem Kaufmann im Verhältnis eines Prokuristen, Handelsbevollmächtigten oder Handlungsgehilfen stehen, noch Mitglied des Vorstandes, Verwaltungs- oder Aufsichtsrates einer Aktien- oder Kommanditaktiengesellschaft sein. Unbeschadet der Gültigkeit des abgeschlossenen Geschäftes sind sie nur dann berechtigt, den Namen des Auftraggebers zu verschweigen, wenn sie von diesem angemessene Deckung erhalten haben. Die Uebertretung dieser Vorschriften ist mit strengen Strafen bedroht. — Ueber die thatsächliche Gestaltung des Maklerwesens in Oesterreich fehlt leider jegliche Angabe.

In Deutschland entspann sich gelegentlich der Vorarbeiten zum allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuch ein heftiger Streit über die Gestaltung des Maklerwesens in demselben. Die eine Partei wollte das frühere Vermittelungsmonopol beibehalten oder das Maklergewerbe zu einem Offizialgewerbe gestalten; die andre dasselbe völlig freigeben. Schliesslich einigte man sich zu einem Kompromiss, indem der Art. 84 des allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuches den einzelnen Landesgesetzgebungen das Recht einräumte, die im Handelsgesetzbuch über das Maklerwesen getroffenen Bestimmungen zu erweitern oder einzuschränken; das Vermittelungsmonopol wurde jedoch einheitlich für alle Bundesstaaten aufgehoben [1].

---

[1] Eschenbach, Artikel Maklerwesen im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. IV, S. 1096—1098.

Uns interessiert hier besonders das in Preussen und in Hamburg geltende Recht. In dieser Beziehung ist folgendes zu bemerken. In Preussen sind für die wichtigeren Börsenplätze besondere Maklerordnungen erlassen worden, so für Berlin gleichzeitig mit dem Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch mit Nachtrag vom 12. August 1874, für Breslau am 31. Juli 1867 mit Nachtrag vom 25. Oktober 1888, für Danzig am 27. September 1865, für Stettin am 30. September 1863. Die vereideten Handelsmakler an der Berliner Börse werden vom Aeltestenkollegium in der nach Ermessen desselben für die Bedürfnisse des Handelsverkehrs erforderlichen Zahl ernannt; die ernannten müssen vom Oberpräsidenten der Provinz Brandenburg bestätigt sein und werden dann vereidet. Sie haben zunächst alle durch das Handelsgesetzbuch normierten Rechte und Pflichten. Danach dürfen sie für eigene Rechnung keine Handelsgeschäfte machen, weder unmittelbar noch mittelbar, auch nicht als Kommissionäre; sie dürfen für die Erfüllung der Geschäfte, welche sie vermitteln, sich nicht verbindlich machen oder Bürgschaft leisten, zu keinem Kaufmann in dem Verhältnisse eines Prokuristen, Handlungsbevollmächtigten oder Handlungsgehilfen stehen; sie müssen die Maklerverrichtungen persönlich betreiben, dürfen sich zur Abschliessung der Geschäfte keiner Gehilfen bedienen und sich nicht mit andern Handelsmaklern zum gemeinschaftlichen Betriebe ihrer Geschäfte verbinden. Ausserdem müssen sie ein Handbuch und ein Tagebuch führen; in letzteres sind alle abgeschlossenen Geschäfte täglich einzutragen. Dafür haben sie Anspruch auf die Maklergebühr. Das Aeltestenkollegium hat die Kontrolle über die Amtsführung der Handelsmakler, und kann als Disziplinarstrafen Verweise, Geldbusse bis zu 300 Mk. und Ausschliessung von den Börsenversammlungen bis zur Dauer von drei Monaten verhängen. Zuwiderhandlungen gegen die erwähnten, durch das Handelsgesetzbuch normierten Gebote und Verbote sind von den ordentlichen Gerichten abzuurteilen, diese können Geldstrafen von 75 bis 1500 Mk., sowie Amtsentsetzung aussprechen. Aehnliche Bestimmungen gelten für die übrigen preussischen Börsen, auch für die Magdeburger.

Sachsen[1]) hat das Institut der vereidigten Makler im Sinne des Handelsgesetzbuchs beibehalten. In Leipzig werden dieselben vom Aufsichtsrat der Abrechnungskasse für Kammzuggeschäfte angestellt und dürfen Geschäfte nur mit solchen in Leipzig oder Berlin domizilierenden Firmen und Personen abschliessen, welche einen dahingehenden, vom Aufsichtsrat genehmigten Antrag gestellt haben; diesen Firmen und Personen gegenüber haben sie aber ein Vermittelungsmonopol.

Baden[1]) hat die Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs ohne jede Abänderung eingeführt.

In Hamburg[2]) wurde durch Gesetz vom 20. Dezember 1871 das Institut der vereidigten Makler beseitigt und das Maklergewerbe freigegeben; ebenso in Bremen durch Gesetz vom 6. Mai 1867. Nur für gewisse Hilfsgeschäfte sind in beiden Städten noch vereidete Makler thätig; so besonders für Auktionen, Vornahme von Schätzungen u. s. w.

Welches ist nun der thatsächliche Zustand des Maklerwesens an den deutschen Produktenbörsen?

In Breslau[3]) gibt es keine vereideten Makler für Getreide mehr; der letzte ist im Juni 1891 nach Berlin gezogen. Die Enthaltung von eigenen Geschäften erwies sich als absolut unmöglich. Für den Zuckerhandel gibt es zwölf; diese behalten das Geschäft bei, weil es „bequemer“ ist; „es ist ein gewisser Nimbus für manchen, dass ein vereideter Makler das Geschäft gemacht hat“. Aber auch im Zuckergeschäft, wo in Breslau kein Terminhandel besteht, sondern nur ein grosser Markt, ist „für tüchtige Leute eigentlich die Stellung eines vereideten Maklers eher eine Fessel“; „verschiedene haben ihr Amt niedergelegt und als freie Makler eine sehr gute Existenz gefunden“. Ein Sachverständiger aus Danzig[4]) äussert sich über unsre Frage in folgender Weise: „Die idyllischen und paradiesischen Zustände im Maklerwesen, wie wir sie vor dreissig, vierzig Jahren hatten, sind heute nicht mehr möglich. Früher ging der Handelsmakler zum Verkäufer, nahm

[1]) Eschenbach a. a. O. S. 1099. 1100.
[2]) B.-O. S. 44.
[3]) Sachv.-Vern. S. 2307. 2402. 2403. 3327.
[4]) Sachv.-Vern. S. 2962.

dessen Aufträge entgegen, suchte sich dann jemand aus, von dem er annahm, dass er Käufer sein würde, und vermittelte nun zwischen den beiden. Dabei kam es vor, dass der nicht zu Hause war, sondern erst den andern Tag zu sprechen war, und so wurden die Geschäfte dann ganz patriarchalisch abgewickelt. Das hat absolut aufgehört. Heute, wo man telegraphisch und telephonisch mit den verschiedenen Plätzen verkehren kann und ein rascher Entschluss erforderlich ist, ist das ganz unmöglich, dass man den Makler instruiert, zu kaufen und zu verkaufen, und nun erst abwartet. Man muss von dem Makler, von dem Vermittler erwarten, dass er den wahren Kontrahenten nachträglich bringt, und man macht mit ihm sofort das Geschäft, und es ist dann seine Sache, sich den Gegenkontrahenten zu suchen. Dies hat es zuwege gebracht, dass die vereideten Makler absolut kalt gestellt sind. Wir haben nur einen vereideten Makler. Den brauchen wir als Vertrauensperson. Also, wenn einmal ein Zwangsverkauf nötig ist, muss man einen zuverlässigen Mann haben, der die Interessen beider Parteien vertritt. Darauf ist dasjenige beschränkt, was die Handelsmakler jetzt noch thun können."

Ueber die Verhältnisse in Stettin stehen uns die Aussagen von drei Sachverständigen zu Gebote. Zunächst äussert Sachverständiger Brunkow[1]): „Ich habe in meiner Praxis, wo man mit vereideten Maklern fast ausschliesslich Geschäfte gemacht hat, erlebt, wie das ehrenwerte Gewerbe zurückgegangen ist; mit Ausdehnung des ganzen Geschäfts kamen die Pfuschmakler hinein, die es anfangs billiger machten, gegen eine billigere Provision. Die hatten ihre Freunde, die Getreide aufkauften. Es ist klar, dass die vereideten Makler, wenn sie streng nach dem Gesetz verfahren wollten, nichts mehr verdienen konnten. So sind nach und nach die alten Makler, die sich sehr schwer von ihrem Gewerbe getrennt haben, ausgeschieden und sind freie Makler geworden. Es existieren in Stettin augenblicklich nur noch zwei vereidete Makler, die eigentlich Geschäfte im Getreidehandel aber nicht mehr betreiben, sondern nur dann hinzugezogen werden, wenn

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2733. 2734.

in irgendwelchen Streitfragen durch das Handelsgesetzbuch die Vermittelung der vereideten Makler notwendig ist. Also die vereideten Makler sind vollständig von der Bildfläche verschwunden." „Es gibt keine Persönlichkeiten mehr, die sich bereit finden, die Stelle eines staatlich vereideten Maklers anzunehmen." Sodann bemerkt Sachverständiger Kühnemann[1]): „Ich glaube, wir haben nur noch einen vereideten Makler, sonst existieren sie bei uns nicht mehr, und bei dem geringen Geschäft werden sich auch keine Leute finden, die als vereidete Makler fungieren wollen. . . . Die Maklerschaft ist ein überwundener Standpunkt, wir müssen uns darauf einrichten, mit den unvereideten Maklern bei den Vermittelungen zu operieren." Endlich der Sachverständige Abel erklärt[2]): „Bei uns gibt es im Getreidemarkt gar keine vereideten Makler; wir haben nur das Institut der freien Makler. Der freie Makler ist gezwungen, ohne dass er gleich vermitteln kann, eine Aufgabe zu machen, ob er nimmt oder gibt; also in sehr vielen Fällen kann er nicht gleich Käufer und Verkäufer zusammenbringen, sondern er sagt die 50 Wispel zu oder er verkauft sie. Dann sucht er sich zu decken, läuft an der Börse herum, ob er einen findet; in der Regel wird er sogar einen Teil der Courtage daran geben. Zum Teil findet er keine Deckung, und dann hängt es davon ab, wie lange der Auftraggeber warten will, und ob er den Makler für gut hält oder eine Kaution verlangt. . . . Der Makler deckt sich auch sehr häufig, indem er eine Partie Getreide, die er bei uns nicht kaufen kann, vielleicht in Berlin kauft, und er changiert dann während des Termins sein Engagement zurück. . . . Die vereideten Makler sind allmählich eingegangen, weil sie nicht existieren konnten. Von den freien Maklern existieren ja manche auch nur schlecht, aber sie existieren doch, und sind die einzigen Vermittler geblieben. . . . Es würden unbedingt vereidigte Makler angestellt werden, wenn sich welche dazu meldeten" [3]). Mögen nun in Stettin zwei vereidete Makler oder nur einer

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2961.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2382. 2383.

[3]) Sachv.-Vern. S. 2385.

oder gar keiner existieren, an der Beurteilung der thatsächlichen Lage ändert diese Verschiedenheit in den Aussagen der drei Sachverständigen nichts. Im Gegenteil: gerade der Umstand, dass drei mitten im Geschäftsverkehr stehende Sachverständige sich gar nicht mehr recht erinnern können, ob und wie viele vereidete Makler in Stettin existieren, ist ein neuer Beweis für die Bedeutungslosigkeit dieses Instituts.

Wie liegen die Verhältnisse in Berlin? Die Zahl der vereideten Produktenmakler betrug im Jahre 1870: 35, stieg dann bis zum Jahre 1879 auf 43; von da ab ging sie immer mehr zurück: 1880 waren es 41, 1881: 40, 1883: 35, 1884: 34, 1887 und 1888: 33, 1889: 31 und seit 1890 sind es nur mehr 30. Wie sich diese dreissig aus Loko- und Terminmaklern rekrutieren, ist nicht bekannt. Auch über die Zahl der unvereideten Makler stehen Angaben nicht zu Gebote [1]). Bezüglich der letzteren, der sog. Pfuschmakler, erfahren wir, dass dieselben ein wesentlich grösseres Geschäft machen als die vereideten, im übrigen aber weiter nichts als Proprehändler seien, die „zwar häufig als Vermittler zwischen Käufer und Verkäufer fungieren, aber ebenso oft grössere Engagements à la hausse oder à la baisse eingehen, je nachdem sie die Tendenz des Marktes zu beurteilen glauben“ [2]). Ueber die Lage der vereideten Loko- und Terminmakler lassen wir auch hier die Sachverständigen selbst sprechen. Zunächst sei erwähnt die Aussage des Sachverständigen Kochhann [3]): „Das Geschäft wird zum kleinsten Teile von den vereideten Maklern gemacht, vielleicht sieben Achtel des gesamten Geschäfts werden teils direkt von Kommissionär mit Kommissionär, teils durch die sog. Pfuschmakler vermittelt. Ein Geschäft, wonach der vereidete Makler die Parteien zusammenführt, das abgeschlossene Geschäft in ihrer Gegenwart einschreibt, kommt heute so gut wie gar nicht mehr, oder in nur sehr seltenen Fällen vor. Fast alles basiert darauf: ich gebe, ich nehme.“ „Ich glaube, dass das Institut der vereideten Makler

---

[1]) Statistische Anlagen S. 396.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2396. Ebenso S. 3193.

[3]) Sachv.-Vern. S. 2394. 2396. 2397.

für das Produktengeschäft sich überlebt hat; ich bin seit Jahrzehnten für die Aufhebung desselben eingetreten. Ohne auf eigene Rechnung zu übernehmen, kommen heute kaum noch Geschäfte zu stande, und nach der heutigen Gesetzgebung ist dies den Maklern verboten. Sobald uns amtlich bekannt wird — aber das wird uns selten amtlich bekannt —, dass vereidete Makler für eigene Rechnung Geschäfte machen, machen wir stets die betreffende Anzeige, mit welchem Glück, das hat sich erst in diesen Tagen wieder gezeigt, nämlich dass der Staatsanwalt die Erhebung der Klage ablehnte. Zuweilen hat die Staatsanwaltschaft die Anklage erhoben, doch ist es zu einer Bestrafung nicht gekommen." „Thatsächlich wird vielleicht heute nur der zwanzigste — ich glaube, das ist noch viel zu hoch gegriffen —, vielleicht nur der dreissigste Teil der Produktentermingeschäfte an der Berliner Produktenbörse durch die vereideten Makler gemacht. Es sind unter den Produktenmaklern nur wenige, die ein einigermassen gutes Einkommen haben. Die meisten Makler leben nur von der Hand in den Mund." „An der Berliner Produktenbörse wird wenig effektives Getreide durch vereidete Makler gehandelt. Das Geschäft geht von Firma zu Firma direkt, und der Makler wird gar nicht in Anspruch genommen. Der vereidete Makler, der z. B. in Berlin dieses Effektivgeschäft pflegt, ist — ich kann es offen gestehen — zuletzt von uns unterstützt worden, weil er uns nachgewiesen hat, dass er nicht so viel hat verdienen können, um die notwendigsten Ausgaben zu machen. Er ist gestorben, ohne einen Pfennig zu hinterlassen, obgleich er eine ganz solide tüchtige Person war." Der Sachverständige Sobernheim äussert[1]): „Einige vereidete Makler haben beim Oberpräsidenten den Antrag eingebracht, dass ihnen gestattet werde, noch Agenturgeschäfte zu betreiben, Lebensversicherungen und Gott weiss was. Das ist nicht bloss jetzt so, sondern das ist eine Sache, die seit Jahren so ist. Die vereideten Makler können nicht ohne eigenes Geschäft bestehen, sie werden immer Strohmänner haben. Das sind notorische Dinge." Am meisten dürfte ins Gewicht fallen die Aussage

[1]) Sachv.-Vern. S. 2578; cfr. S. 2584. 3191.

des Sachverständigen Meyer-Berlin [1]), welcher früher selbst vereideter Produktenmakler war. Er äussert sich zu unsrer Frage in folgender Weise: „Es ist meine Leidensgeschichte, die ich vorzutragen habe. Mit meiner mir angeborenen Gewissenhaftigkeit hätte ich nimmer Makler werden dürfen, ich bin's aber geworden und habe, in der Ueberzeugung, mit meinem Gewissen in Widerspruch zu treten, mich der theoretischen [2]) Seite des Maklertums zugewendet, und habe bereits seit 10 bis 12 Jahren meine Praxis überhaupt eingestellt. So weit persönlich. Schon zur Zeit, als das deutsche Handelsgesetzbuch beraten wurde, war es mir eine Gewissensaufgabe, den Behörden das Unzuträgliche der dem Makler aufzuerlegenden Pflichten, namentlich des Nicht-selbst-handeln-sollens klarzustellen. Leider bin ich nicht gehört worden; das Resultat war, dass so und so viele Makler vor die Frage gestellt wurden: willst du mit deiner Familie verhungern oder willst du gegen deinen Eid handeln? Eine Menge gewissenhafter Männer haben das Amt niedergelegt und haben frei gemakelt. Auf demselben Standpunkt stehe ich noch heute. . . . Der Kommissionär wird von ausserhalb beauftragt, nun möglichst per Drahtantwort die Ausführung mitzuteilen. So ist der Makler, der nach dem Buchstaben des Gesetzes Käufer und Verkäufer zusammenführen und gar nicht übernehmen soll, dennoch gezwungen, zu übernehmen. Um sich das Geschäft nicht entgehen zu lassen, sagt er zu, muss er zusagen: ich werde übernehmen, und so kommt er eo ipso zur Selbstkontrahierung. . . . Sie können dreist annehmen, dass etwa $^7/_8$ der Geschäfte durch unvereidete und nur $^1/_8$ durch vereidete Makler gemacht werden“ [3]).

In Hamburg gab es nach dem Adressbuch von 1892 für Wein und Spiritus 18, für Wolle 7, für Getreide 54, für Mehl 10, für Zucker 34 und für Kaffee 78 Makler [4]). Die

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3089. 3090.

[2]) Sachv. Meyer schrieb die Börsenberichte im „Berliner Börsenkurier“.

[3]) Aehnliche Aussagen finden sich Sachv.-Vern. S. 2960. 3189.

[4]) Levy v. Halle in Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung 1892, S. 1132.

Lokomakler sind dort völlig frei; wer makeln will, ist durch nichts daran gehindert. Der Umfang des Geschäftsbetriebs des einzelnen Maklers richtet sich nach seinem Fleisse und seiner Intelligenz, ist aber natürlich auch beeinflusst von der jeweiligen Geschäftslage. Das Gewerbe der Terminmakler dagegen ist auch in Hamburg kein völlig freies, wenigstens nicht für Kaffee und Zucker. Für Kaffee geschieht die Zulassung durch den Vorstand des Vereins der am Kaffeehandel beteiligten Firmen, für Zucker durch Vorstand und Aufsichtsrat der Warenliquidationskasse. Die zugelassenen Makler haben ein Vermittelungsmonopol für den Verkehr mit der Liquidationskasse; alle von dieser abgeschlossenen Geschäfte gehen durch ihre Hand. Sie können Geschäfte für eigene Rechnung machen und als Selbstkontrahenten eintreten; letzteres müssen sie im Verkehre mit Firmen, welche an einem Nachbarorte ansässig sind, wie in Wandsbeck, Altona u. s. w. In diesen Fällen tritt der Makler der Kasse gegenüber in doppelter Qualität auf, als Selbstkontrahent und als Makler. Die bei der Liquidationskasse zugelassenen Makler dürfen ferner keine Geschäfte zwischen den Parteien direkt ausgleichen, sondern müssen alle von ihnen abgeschlossenen Geschäfte durch die Kasse regulieren lassen. Thatsächlich ist die Stellung des freien Handelsmaklers wie des Terminmaklers in Hamburg eine ähnliche wie die des Pfuschmaklers in Berlin; er ist wie dieser, um es mit einem Worte zu sagen, Platzkaufmann; er funktioniert für seinen Artikel gleichzeitig als Makler, Agent, Händler und Kommissionär [1]). Die Liquidationskasse vergütet den bei ihr zugelassenen Maklern für jedes aus An- und Verkauf bestehende Geschäft eine Courtage von ½ % des Kaufpreises bei Kaffee, von ¼ % bei Zucker; hiervon wird jedoch eine der Kasse zukommende Kommission von 4 Pf. pro Sack Kaffee und 2 Pf. pro Sack Zucker in Abzug gebracht. Die Abrechnungen zwischen Kasse und Maklern finden monatlich statt.

In Bremen soll nach zuverlässiger Angabe die Stellung des Maklers auch nach Freigabe des Maklergewerbes die gleiche

---

[1]) Levy v. Halle a. a. O. S. 1131 fg. Sachv.-Vern. S. 2155. 2156. 2267. 2280. 3186 fg. 3298. 3326. 3291. 3292.

sein wie früher; er ist streng auf die Vermittelung beschränkt [1]).

II. Kursfeststellung.

Die an den verschiedenen Börsenplätzen für die einzelnen Artikel festgestellten Preise oder Kurse haben eine weittragende wirtschaftliche Bedeutung: sie geben den beteiligten Kreisen Gelegenheit zu einem kaufmännischen Verhalten. Man darf wohl ohne Uebertreibung behaupten, dass heute kaum ein Geschäftsmann grössere Operationen unternimmt, ohne sich zuvor die verschiedenen Notierungen seines Artikels angesehen zu haben; besonders dem Grosshandel dienen die an den einzelnen Börsen festgestellten Kurse als Basis für seine geschäftlichen Unternehmungen. Ja, ein grosser Teil von Geschäften wird direkt auf Grund der Börsennotierungen abgeschlossen: so Lieferungsverträge für Proviantämter, Trambahngesellschaften; Spiritus wird in den östlichen Provinzen Preussens und in ganz Süddeutschland sowohl von den Landwirten als auch von den Händlern fast ausschliesslich nach dem Berliner Spirituspreis gehandelt [2]). Für die Bedeutung endlich, welche den Börsenkursen vom allgemein volkswirtschaftlichen Standpunkte aus zuzuerkennen ist, möge es genügen, die Thatsache zu erwähnen, dass der russische Finanzminister Wyschnegradski die Kursdepeschen von Berlin an allen grösseren Eisenbahnstationen Russlands anschlagen liess, um die einheimische Landwirtschaft über den Stand der Getreidepreise im Ausland zu informieren [3]). Es ist demnach von grosser Wichtigkeit, festzustellen, wie an den einzelnen Börsenplätzen die Kurse festgestellt werden.

In Danzig [4]) erfolgt die Feststellung der Kurse durch einen von den Aeltesten der Kaufmannschaft beauftragten Börsenkommissar, welcher, da es dort nur einen vereideten Makler gibt und dieser am Geschäfte sehr wenig beteiligt ist, auf

---

[1]) Levy v. Halle in Schmollers Jahrbuch 1893, S. 427 fg.

[2]) Sachv.-Vern. S. 3312—3314. 3188. 3208. 3211; cfr. S. 2582. 3459. 3460.

[3]) Sachv.-Vern. S. 2797.

[4]) Sachv.-Vern. S. 2960.

seine eigene Kenntnis und auf persönliche Informationen angewiesen ist.

In Breslau[1]) haben nach den Vorschriften der Börsen- und Maklerordnung „alle vereideten Makler nach Beendigung der Börse vor zwei Mitgliedern der Börsenkommission zu erscheinen und hier auf ihren Eid wahrheitsgetreue Angaben über die an dem betreffenden Tage durch ihre Vermittelung abgeschlossenen Geschäfte zu machen“. Die beiden Börsenkommissare können „die Handbücher der Makler einsehen“ und bestimmen dann „auf Grund der ihnen gemachten Angaben“ die Preise. Da es aber in Breslau keine vereideten Makler gibt, so sind faktisch die Börsenkommissare nur in der Lage, auf Grund persönlicher Informationen die Preise zu notieren.

An der Magdeburger[2]) Zuckerbörse wird die Terminnotierung in der Weise bewirkt, dass die von den Aeltesten bestellten Vermittler am Schluss der Börse unter dem Vorsitz eines Börsenkommissars und unter Zuziehung eines Vorstandsmitglieds des deutschen Zuckerexportvereins zusammentreten und Angaben über die abgeschlossenen Geschäfte machen. Berücksichtigt werden nur Geschäfte, welche durch die Makler in der Börsenzeit und an der Börse geschlossen wurden. Die Preise werden dann vom Börsenkommissar festgestellt, welcher bei etwaigen Meinungsverschiedenheiten unter den Anwesenden nach freiem Ermessen entscheidet. Die Festsetzung der Lokopreise für Rohzucker geschieht durch eine Gruppe der amtlich korporierten Agenturfirmen unter Vorsitz eines Börsenkommissars. Solche Gruppen bestehen zur Zeit vier; dieselben lösen sich wöchentlich in der Feststellung der Notierung ab. Die Lokopreise für raffinierten Zucker werden durch einen Börsenkommissar unter Zuziehung von Vertretern Magdeburger und benachbarter Raffinerien notiert.

---

[1]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 22.

[2]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 30. Vgl. Vorschriften für die Notierung von greifbarem Rohzucker und Melasse, von raffiniertem Zucker und der Terminpreise für Rohzucker an der Magdeburger Börse, mitgeteilt im Jahresbericht der Handelskammer zu Magdeburg für 1889, S. 11. 12. 13. Sachv.-Vern. S. 3290. 3323.

Im Leipziger Kammzugterminhandel wird überhaupt kein Kurs festgestellt, sondern die Preise aller Geschäfte, welche durch die Kasse registriert werden, werden auf einer Liste veröffentlicht[1]).

Wenden wir uns zur Berliner Produktenbörse! Mit der Kursfestsetzung sind die Börsenkommissare betraut, von denen an jedem Tage einer fungiert. Sie lösen sich wöchentlich in ihrer Thätigkeit ab. Die Namen der jeweils notierenden Kommissare werden durch Börsenaushang bekannt gemacht[2]).

Bei der Lokonotierung, welche der Kommissar im Verein mit den vereideten Lokomaklern vornimmt, wird der höchste und niedrigste Preis („von — bis —"), zu welchem jeweils gehandelt wurde, angegeben, und ausserdem für die Terminqualität ein Durchschnittspreis schätzungsweise ermittelt[3]).

Die Notierungen für Termingeschäfte kommen auf folgende Weise zu stande[4]): Nach Schluss der Börse treten die vereideten Makler mit dem Börsenkommissar im Kurszimmer zusammen. Der Kommissar ist natürlich über die Geschäftslage und über den Stand der Preise unterrichtet; denn einmal steht er ja selbst mitten im Geschäftsleben; sodann hat er während der Börsenzeit Gelegenheit genug, mit eigenen Ohren zu hören, wie die Preise stehen; endlich kann er auch bei unvereideten Maklern und bei sonstigen Händlern Erkundigungen einziehen. Im Kurszimmer lässt sich der Kommissar zunächst die Preise angeben, zu welchen die vereideten Makler selbst Geschäfte abgeschlossen haben, und prüft die Richtigkeit dieser Angaben durch Besichtigung der Tagebücher der Makler. Dann geben ihm dieselben ihre Beobachtungen über den sonstigen Verlauf des Geschäftes bekannt. Nachdem sich so der Börsenkommissar hat belehren lassen, müssen sich die vereideten Makler aus dem Kurszimmer entfernen. Während der

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 3391. Dabei ist zu beachten, dass im Leipziger Kammzugterminhandel die Umsätze sehr geringfügig sind; in lebhafteren Zeiten werden etwa täglich gegen zwanzig Schlüsse gemacht.

[2]) Die hauptsächlichsten Börsen S. 13. 14.

[3]) Sachv.-Vern. S. 2368. 2369.

[4]) Sachv.-Vern. S. 2365. 2366. 2578. 2591. 2583. 3084. 3459 fg. 3469. 3479. 3184 fg.

eigentlichen Notierung darf überhaupt im Kurszimmer ausser dem Börsenkommissar nur der Börsensekretär anwesend sein. Nehmen wir nun an, der eine Makler habe Roggen per September gehandelt am Anfang der Börse zu 119, später zu 119½ und 120, schliesslich zu 120½; ein andrer anfangs zu 119½, dann zu 120, die übrigen zu ähnlichen Preisen, und die sonstigen Informationen des Börsenkommissars stimmen mit diesen Angaben überein. Dann diktiert er dem Börsensekretär die Notierung: Roggen per September: 119 bis 119½ bis 120 bis 120½. Die Notierung beginnt also mit dem Anfangskurs, dann erscheinen die während der Börsenzeit hervorgetretenen Preisschwankungen, und dann folgt der Schlusskurs. Der Anfangskurs ist hierbei der Preis des ersten Geschäfts, der Endkurs der Preis des letzten Geschäfts; zu welcher Zeit dieses erste oder letzte Geschäft abgeschlossen wurde, ist aus der Notierung nicht ersichtlich. Wenn die Angaben der vereideten Makler mit den sonstigen Informationen des Börsenkommissars nicht übereinstimmen, so kann er sie einfach ignorieren; die von den vereideten Maklern abgeschlossenen Geschäfte haben für das Urteil des Kommissars nicht mehr und nicht weniger Wert, wie alle übrigen; ja er braucht die vereideten Makler gar nicht einmal zu fragen, und wird es faktisch nicht thun, wenn z. B. die ganze Marktlage gegenüber dem vorhergehenden Tage gar keine Veränderung aufweist. Die vom Börsenkommissar festgesetzte Notierung wird sofort durch Aushang bekannt gemacht. Jede Firma hat das Recht, gegen eine ihr unrichtig scheinende Notiz zu reklamieren; der Kommissar prüft dann diese Reklamation und ändert eventuell die Notierung ab. Die endgültige Veröffentlichung der Kurse erfolgt durch einen offiziellen Kurszettel, welcher den Titel führt: „Amtliche Preisfeststellung von Getreide, Mehl, Oel, Petroleum und Spiritus“ [2]).

In Hamburg [3]) wird zum Zwecke der Feststellung der

---

[1]) B.-O. S. 19.

[2]) Vgl. Weber, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, Bd. 43, S. 479. Die Existenz dieses amtlichen Kurszettels wird in dem Bande: Die hauptsächlichsten Börsen etc. S. 19 nachdrücklichst verneint.

[3]) Sachv.-Vern. S. 2141. 2142—2144. 2579. 3291. 3292. 3323. 3325.

Kaffeeterminpreise alljährlich aus den bei der Liquidationskasse zugelassenen Maklern ein Komitee von fünf Personen vom Vorstand des Vereins der am Kaffeehandel beteiligten Firmen ernannt. Von diesen fünf Maklern nimmt täglich abwechselnd einer den Aufruf vor. Die Kaffeepreise werden viermal an jedem Börsentage festgestellt. Von diesen vier Notierungen sind zwei nicht offiziell, d. h. sie werden von den Maklern unter sich gemacht und dienen dazu, die Bewegung der Preise während der Börsenstunden deutlicher hervortreten zu lassen; die andern zwei, die um 10 und 2 Uhr, sind offizielle Notierungen, d. h. sie sind absolut massgebend für das Verhältnis der Liquidationskasse zu ihrem Kontrahenten, namentlich bezüglich der Nachschusspflicht. Der Vorstand der Kasse ist berechtigt, diesen offiziellen Notierungen beizuwohnen oder sich bei denselben vertreten zu lassen und gegen eine unrichtige Notiz Einspruch zu erheben. Die Notierung muss binnen 20 Minuten nach Zusammentritt des Komitees festgestellt sein; thatsächlich dauert sie je nach der Geschäftslage 2 bis 10 Minuten. Der Vorgang spielt sich ungefähr in folgender Weise ab. Zum Zwecke der Kursfeststellung versammeln sich sämtliche Käufer und Verkäufer im Saale; die Makler treten in ihre Mitte. Der aufrufende Makler beginnt nun den Aufruf etwa in folgender Weise: „good average Santos per August 64¼ Brief Herr A.“, d. h. Herr A. gibt per August zu 64¼ ab; daraufhin ruft ein Herr B.: „per August 63¾ Geld“, d. h. ich kaufe August zu 63¾; dann ein Herr C.: „an Sie“, d. h. ich verkaufe Ihnen August zu 63¾; nun ruft D.: „August 64 Brief“; darauf E.: „wie vielmal?“ d. h. wie oft geben Sie das vorgeschriebene Einheitsquantum zu 64 ab? D. antwortet: „dreimal“; E.: „ich nehme“; D.: „noch zweimal“; F.: „von Ihnen“; F.: „August 64¼ Geld“. Erfolgt darauf keine Antwort, so ruft das Komitee laut: wir notieren August 64¼. Die Interessenten sind alle zugegen und jeder kann eventuell gegen eine ihm verkehrt erscheinende Notierung Einsprache erheben. Es wird somit der letzte Geldkurs notiert, d. h. der Preis, zu welchem noch Käufer vorhanden sein würden; es braucht aber zu diesem Preise nicht wirklich das letzte Geschäft zu stande gekommen

zu sein. Die Geschäfte, welche aufgerufen werden, werden durch die Erklärung abgeschlossen. Der durch den Aufruf festgestellte Kurs charakterisiert die Tendenz des Marktes in dem betreffenden Zeitabschnitte; nach dem Aufruf handeln die anwesenden Firmen zu wechselnden Preisen weiter.

Aehnlich werden die Kurse festgestellt für die Termingeschäfte in Zucker und Baumwolle. Die Notierungen für Spiritus werden durch ein Vorstandsmitglied von den, vom Vorstande des Vereins der Spiritusinteressenten dazu bezeichneten, in Rohspiritus arbeitenden Maklern mittelst gedruckter Formulare eingeholt, welche von den Maklern auszufüllen, mit Unterschrift zu versehen und bis 2½ Uhr einzureichen sind. Das notierende Vorstandsmitglied stellt die Notierungen derart zusammen, dass alle als bezahlt aufgegebenen Preise, sowie der Durchschnitt zwischen der höchsten und niedrigsten Geldnotiz als Geldkurs, der Durchschnitt zwischen der höchsten und niedrigsten Briefnotiz als Briefkurs aufgeführt werden. „Einen offiziellen Charakter haben diese Notierungen nicht, sie werden von niemand kontrolliert, und es ist jeden Tag natürlich ein gewisser Aerger darüber, da alle Meinungen in den Notierungen nicht aufgeführt werden, um so weniger, als sie immer auf Brief und Geld lauten und dies ganz imaginäre Begriffe sind" [1]).

Ein amtlicher Kurszettel besteht in Hamburg nicht.

III.

Dass das Institut der vereideten Makler sich überlebt hat, bedarf nach den obigen Ausführungen keiner weiteren Begründung. Was die an den einzelnen Börsenplätzen üblichen Methoden der Kursfeststellung anlangt, so ist — abgesehen von den hierbei den vereideten Maklern zukommenden Aufgaben — kein Grund zu besonderen Aenderungen gegeben.

---

[1]) Sachv. Eulenburg S. 3182. Dieser Sachverständige misst den Notierungen sehr wenig Bedeutung bei, was von seinem Standpunkte aus — seine Firma scheint so ziemlich das ganze Hamburger Spritgeschäft in den Händen zu haben — ziemlich begreiflich ist. Vgl. die näheren Bestimmungen über die Berichtnotierungen bei Jürgens, Hamburgisches Börsenhandbuch S. 115 fg.

Zehntes Kapitel.

Die Liquidationskassen.

I.

Das Institut der Liquidationskassen ist an drei deutschen Börsen eingeführt, nämlich in Hamburg, Magdeburg und Leipzig. Die Magdeburger und Leipziger Kassen sind jener in Hamburg nachgebildet; diese hinwiederum ist eine Nachahmung der 1882 in Havre eingerichteten. Der Kern, aus welchem sich die Liquidationskassen entwickelt haben, ist in den Verhältnissen der französischen Effektenmakler, der Agents de change, zu suchen [1]). Diese haben rechtlich für den grössten Teil der an der Börse gehandelten Effekten ein Vermittelungsmonopol; ihre Anzahl ist beschränkt; die Stellen sind frei veräusserlich und vererblich. Von alters her hatten die Agents de change eine offizielle Organisation, das sog. Parquet, und bildeten in sich eine Art Abrechnungsstelle. Das frühere Verbot, Bürgschaft für die vermittelten Geschäfte zu übernehmen, wurde durch das Gesetz vom 28. März 1885 beseitigt. Die Folge war, dass das Parquet die solidarische Haftung für die von den einzelnen Agents de change vermittelten Geschäfte übernahm. Damit waren die wesentlichen Grundlagen zur Entwickelung der Liquidationskassen gegeben. In ihrer heutigen Gestalt sind die Liquidationskassen Unternehmungen, zur Zeit durchweg in Form von Aktiengesellschaften betrieben, welche die Erfüllung derjenigen Geschäfte, welche die bei ihnen zugelassenen Vermittler aufgeben, dadurch garantieren,

---

[1]) Cfr. Sachv. Prof. Dr. Lexis, Sachv.-Vern. S. 3588.

dass sie sich jedem Kontrahenten gegenüber als Gegenkontrahenten bezeichnen; dabei funktionieren sie für ihre Kunden zugleich als Abrechnungsstelle.

Ueber den Geschäftsgang bei den einzelnen Liquidationskassen, über Einschüsse und Nachschüsse u. s. w., ist bereits bei den einzelnen Artikeln gesprochen worden. Im besonderen ist noch folgendes zu bemerken[1]):

1. Die Hamburger Warenliquidationskasse, gegründet am 11. Juni 1887, hat ein Grundkapital von 3 Millionen Mark; davon wurden 25 % bei der Gründung einbezahlt, die übrigen 75 % in drei Raten am 1. April, 1. Juli und 1. Oktober 1889. Ursprünglich buchte sie lediglich Termingeschäfte in Kaffee; aber die Bestrebungen der Direktion gingen stets dahin, neue Artikel in den Bereich ihrer Geschäftsthätigkeit zu ziehen. Dies gelang durch Einführung des Termingeschäfts in Rübenrohzucker im Januar 1888. Von März bis September 1891 wurden auch Kontrakte über Krystallzucker gebucht; allein die Umsätze hierin waren so minimal, dass seit Oktober 1891 die Buchungen wieder aufgegeben wurden. Die Bemühungen, den Geschäftsbetrieb der Kasse auf den Spiritusterminhandel auszudehnen, scheiterten an dem Widerstande der Interessenten. Dagegen führte die Gesellschaft „auf Anregung beteiligter Kreise“ seit 1. Juli 1892 ein Termingeschäft in nordamerikanischer Baumwolle ein.

Die Einnahmen der Gesellschaft verteilen sich auf zwei Conten, Provisionsconto und Zinsenconto. Die Einnahmen aus dem Provisionsconto erklären sich aus folgendem: Die Kasse vergütet dem Makler für jeden aus Kauf und Verkauf bestehenden Doppelkontrakt eine Courtage von ½ % des Kaufpreises, wovon jeder Kontrahent die Hälfte trägt; bei der monatlichen Abrechnung zieht sie jedoch eine „Kommission“ oder „Provision“ von 4 Pfennig pro Sack Kaffee, 2 Pfennig pro Sack Zucker und 10 Pfennig pro Ballen Baumwolle ab. Die Einnahmen aus dem Zinsenconto setzen sich zusammen einmal aus den Zinsen des in soliden Papieren angelegten Aktien-

---

[1]) Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen: Statistische Anlagen S. 367 fg.

kapitals, und sodann aus dem Mehrertrag an Zinsen, den die Gesellschaft aus den disponiblen Kapitalien an Ein- und Nachschüssen über den Satz von 3 %, welchen sie an die Kontrahenten zu zahlen hat, erzielt. Diese Kapitalien legt die Gesellschaft in verschiedener Weise an: durch Lombardierung von Effekten und Wechseln, in Reportgeschäften für Kaffee und Zucker u. s. w. Die Ausgaben der Kasse sind zum grössten Teile Aufwendungen für Salär und Handlungsunkosten, eine ziemlich beträchtliche Summe hat sie an Einkommensteuer zu entrichten. Im Geschäftsjahre 1893 betrugen die Ausgaben an Salär 70 515 Mk., an Handlungsunkosten 30 530 Mk., an Einkommensteuer 16 546 Mk.; im Jahre 1894 70 387 bezw. 31 570 bezw. 26 384 Mk.

Das erste Geschäftsjahr vom 11. Juni 1887 bis 31. Dezember 1888 brachte für die Gesellschaft ausserordentlich günstige Resultate. Die enormen Buchungen, besonders für den Monat September 1888, ergaben grosse Einnahmen aus dem Provisionsconto, und so war die Gesellschaft in der Lage, auf den Interimsschein über 250 Mk. eine Dividende von 254 Mk., also etwas mehr als 100 % verteilen zu können. Man machte damals der Kasse den Vorwurf, sie habe gelegentlich des Septembercorners ihr Regulativ, besonders die Bestimmungen über Nachschüsse, zeitweilig nicht zur Anwendung gebracht. Richtig ist nur so viel, dass die Kasse, als die Kurse bereits höher gestiegen waren, die Nachschüsse nicht mehr in barem Gelde erhielt, sondern sich mit allen möglichen Surrogaten begnügen musste. Am 7. September war die Vormittagsnotierung 140; die Nachzahlungen auf dieser Basis wurden geleistet. Die offizielle Nachmittagsnotiz war 185; die Kasse forderte auf Grund dieser Notiz Nachschüsse ein. Da aber noch an demselben Nachmittage der Kurs auf 135 herunterging, so war die Kasse gar nicht mehr berechtigt, Nachschüsse einzufordern.

Das Jahr 1889 brachte der Gesellschaft ein sehr schlechtes Resultat. Zwar stellte sich das Nettoerträgnis dieses Jahres auf 769 488 Mk. 20 Pf., hierzu kam der Saldo des Delkrederefonds mit 106 127 Mk. 95 Pf.; aber die Kasse erlitt durch das Engagement mit einem einzigen Magdeburger Kontrahenten

einen Gesamtverlust von nahezu 1 Million. Der Jahresbericht der Kasse enthält darüber folgende Ausführungen. „Das verlustbringende Engagement bewegte sich während der Monate Januar und Februar in bescheidenen Grenzen, vorwiegend in Baisseposition, veränderte sich aber später in ein Hausseengagement mit wachsender Ausdehnung. Wir hatten kein Bedenken, diese selbstredend regulativmässig gedeckten Engagements zu verbuchen, weil die für den bei weitem grössten Teil dieses Engagements nachgewiesenen Auftraggeber uns als in hohem Grade potente Firmen bekannt waren und uns daher eine Gefahr ausgeschlossen erscheinen musste. Gegen Mitte Juli erfolgte aber der kolossale Rückgang der Zuckerpreise; gleichzeitig wurde die Regulierung der Preisdifferenzen an der Magdeburger Börse suspendiert, und war unser Kontrahent — dem gegenüber die Zahlung weiterer Nachschüsse unterblieb — infolgedessen ausser stande, seine Verpflichtungen uns gegenüber zu erfüllen. Als wir nunmehr gemäss unserm Regulativ verfahren wollten, stellte sich heraus, dass unser Kontrahent seine Engagements mit Magdeburg auf Basis der dortigen Usancen eingegangen, also infolge der durch den Magdeburger Exportverein beschlossenen Suspendierung der Regulierung nicht berechtigt gewesen wäre, die bei einer etwaigen zwangsweisen Realisierung des Zuckers sich ergebende Differenz gegen seine Magdeburger Kommittenten geltend zu machen. Unter diesen Umständen mussten wir erwägen, ob es im Interesse der Gesellschaft richtiger sei, gegen unsern Kontrahenten durch exekutionsweisen Verkauf vorzugehen und ihm dadurch seine Forderung an die Magdeburger Firmen zu zerstören oder uns seine Forderungen an seine Kommittenten übertragen zu lassen und auf diesem Wege in das zwischen ihm und den Magdeburger Firmen bestehende Verhältnis einzutreten. Nach eingehender Erwägung und nach persönlicher Rücksprache mit kompetenten Magdeburger Kaufleuten mussten wir uns für den letzteren Weg entscheiden. Auf unser Anfordern erhielten wir eine Cession sämtlicher, unserm hiesigen Kontrahenten an seine Magdeburger Kommittenten zustehenden Forderungen. Nachdem uns diese Cessionen geworden, durften wir uns für gesichert halten, da nach den uns zu jener Zeit

in Magdeburg gegebenen Erklärungen die in Betracht kommenden Massen, selbst bei einem Preisrückgang auf 20 Mk., noch volle Befriedigung für die Gläubiger bieten würden. Wir wurden in dieser Auffassung bestärkt, als aus diesen Massen noch am 15. Juli 70 000 Sack Zucker zu 24 Mk. verkauft wurden. Im Interesse unsrer Gesellschaft mussten wir auch den in den Gläubigerversammlungen in Magdeburg medio Juli gemachten Vorschlägen zustimmen und ein Moratorium bis zum 15. September 1889 bewilligen. Die derzeitig allgemein geteilte Erwartung, dass die seitens der Administratoren jener Massen in Aussicht genommene Aufnahme der Lagerscheine zu 20 Mk. resp. 21 Mk. durchzuführen sei und nach Ablauf des Moratoriums eine vollständige Befriedigung der Gläubiger erfolgen werde, hat sich nicht realisiert, vielmehr sind durch den stetigen und enormen Rückgang der Zuckerpreise die Erträgnisse der Massen ganz erheblich hinter den in Aussicht gestellten Resultaten zurückgeblieben, und haben sich die Gläubiger mit einer verhältnismässig geringen Dividende begnügen müssen, auch waren dieselben gezwungen, einen grossen Teil des verkauften und nicht abgenommenen Zuckers zu behalten. Infolge der oben geschilderten Vorgänge blieben an effektivem Zucker 33 428 Sack alter und 5000 Sack neuer Campagne in unserm Besitz; diese sind inzwischen zu einem Durchschnittspreise von 11,90 Mk. verkauft. Unser Gesamtverlust beziffert sich auf 981 400,35 Mk.“

Dieses Obligo, welches die Kasse einer einzigen Firma gegenüber eingegangen hatte, brachte sie in eine Gegnerschaft zum Verein der am Kaffeehandel beteiligten Firmen. Ueber die Form, in welcher die entstandenen Differenzen beigelegt wurden, bemerkt der Jahresbericht der Kasse: „Im Juni 1889 schied R. von Schmidt-Pauli (in Firma Theodor Schmidt) aus dem Aufsichtsrat aus; die übrigen Mitglieder desselben legten ihr Amt nieder. Ferner schied einer der beiden Direktoren aus der Direktion aus.“ Ein Sachverständiger berichtet hierüber folgendes: „Es war die Lage die, dass man, nachdem man Erfahrung gesammelt hatte, zu der Einsicht kam, dass es besser wäre, wenn in dem Aufsichtsrat nur solche Leute sässen, die keine Termingeschäfte machten, oder nur so ausser-

ordentlich geringe, dass sie vermöge ihrer Stellung und ihres Vermögens überhaupt kein Interesse an der Sache haben könnten. Drei von den Herren, die in dieser Weise Aufsichtsräte waren und selbst Termingeschäfte machten, stimmten dieser Ansicht bei, legten ihr Amt nieder und verzichteten auf ihre Wiederwahl. Ein vierter machte keine Termingeschäfte, der fünfte aber war entgegengesetzter Meinung. Er machte ein grosses Termingeschäft, sagte aber: ‚Was geht das mich an; ich habe die Macht', und er konnte mit Hilfe befreundeter Grossaktionäre wiedergewählt werden. Vier Leute hatten kein Interesse, der fünfte, ja. Wir wären ihn gern los, aber wir können nichts machen, denn die Liquidationskasse ist Aktiengesellschaft" [1]).

Die folgenden Geschäftsjahre 1890—1894 nahmen durchweg einen ruhigen Verlauf. Seit 1891 gingen aber die Buchungen in Kaffee konstant und beträchtlich zurück. Sie betrugen:

1891	6 697 500	Sack
1892	5 895 500	"
1893	4 178 000	"
1894	3 247 000	"

Dieses Abbröckeln der Terminumsätze ist wohl darauf zurückzuführen, dass entsprechend dem ruhigen und gleichmässigen Verlaufe der Kaffeepreise in den letzten Jahren die Beteiligung des Grosskapitals am Terminhandel in Kaffee nachgelassen hat. Die Buchungen in Rohzucker sind dagegen ziemlich beträchtlich geblieben:

1890 . . .	7 148 000	Sack	Zucker
1891 . . .	8 197 000	"	"
1892 . . .	7 503 000	"	"
1893 . . .	10 291 500	"	"
1894 . . .	8 510 000	"	"

Das Termingeschäft in Baumwolle beschränkte sich auf einen bescheidenen Umfang: 1892 (seit 1. Juli) 16 700, 1893: 52 000, 1894: 42 600 Ballen.

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2126 (Sachv. Berthold Emil Embden, Kaffeemakler in Hamburg).

Die in den einzelnen Jahren erzielten Geschäftsergebnisse der Hamburger Liquidationskasse sind aus folgender Tabelle ersichtlich:

	1887/88	1889	1890	1891
Einnahmen aus dem Provisionsconto .	1 009 500	572 570	325 800	436 630
Einnahmen aus dem Zinsenconto . .	586 931	365 987,90	177 846,90	197 039,10
Reingewinn . . .	1 342 045	—	333 019,95	493 347,25
Dividende	über 100 %	—	7 %	10 %

	1892	1893	1894
Einnahmen aus dem Provisionsconto	389 766	377 990	229 952
Einnahmen aus dem Zinsenconto	176 957,35	234 064	158 096
Reingewinn	440 043,85	489 915	253 735
Dividende	9 %	10 %	6 ½ %

2. Die Magdeburger Zuckerliquidationskasse besteht seit 23. September 1889. Das ursprüngliche Grundkapital von 3 Millionen Mark wurde voll einbezahlt, aber seit Dezember 1892 auf 2 Millionen herabgesetzt. Nach dem Statut darf die Kasse effektiven Zucker bis zum Betrage von höchstens 1 Million Mark belehnen; im übrigen darf sie ihr Grundkapital nur in deutschen Staats- bezw. Kommunalpapieren und Steueranerkenntnissen anlegen; ihre sonstigen eigenen und die zu ihrer Verfügung gestellten Gelder, besonders also Einschüsse und Nachschüsse, legt sie in mündelsicheren Papieren an oder in Darlehen auf solche Papiere. Die Kasse berechnet jedem Kontrahenten 2 ½ Pf. pro Sack Courtage und vergütet ihrerseits dem Makler 2 Pf. pro Sack für jeden Doppelkontrakt; die Kasse bekommt also 3 Pf. pro Sack. Von dem Schlussnotenstempel tragen die eine Hälfte die beiden Kontrahenten, die andre Hälfte Kasse und Makler.

Die Buchungen betrugen 1889/90: 4314000, 1891: 5399000, 1892: 5172000 Sack. In den beiden ersten Geschäftsjahren erlitt die Gesellschaft an den in ihrem Besitze befindlichen Effekten infolge des allgemeinen Kursrückganges ziemlich beträchtliche Verluste; im übrigen stellten sich die Geschäftsergebnisse derselben wie folgt:

	1889/90	1891	1892
Einnahmen aus dem Courtageconto	109 903,55	128 008,80	127 870,25
„ „ „ Zinsenconto .	133 993,03	117 045,95	117 214,73
Reingewinn	81 848,21	181 039,53	209 275,05
Dividende	2 1/4 %	5 %	5 1/2 %

3. Die Leipziger Abrechnungskasse für Kammzuggeschäfte, bestehend seit 1. Januar 1890, hat ein Grundkapital von 1 Million Mark; davon ist die Hälfte einbezahlt. Die Kasse berechnet für die Uebernahme der Garantie eine vom Verkäufer zu zahlende Provision von 1/4 % des Kaufpreises; hiervon erhält jedoch der Vermittler 15 Mk. pro Filière von 5000 kg Konditioniergewicht. Infolge des Vorgehens der deutschen Spinnereien und eines Teiles der Kämmereien haben die Umsätze der Kasse ziemlich beträchtlich abgenommen. Es wurden verbucht: 1890: 7341, 1891: 6589, 1892: 5104 Filièren. In dem entsprechenden Verhältnisse gingen die Einnahmen der Kasse aus den Provisionen und Zinsen, folgeweise auch Reingewinn und Dividenden zurück:

	1890	1891	1892
Einnahmen aus dem Provisionsconto	289 612,85	240 030,40	159 007,20
Einnahmen aus dem Zinsenconto	61 851,10	51 838,15	44 955,35
Reingewinn	309 524,05	236 553,85	155 148
Dividende	ca. 38 %	31 %	23 %

II.

Von den deutschen Liquidationskassen ist jene zu Hamburg seit ihrem Bestehen Gegenstand heftiger Angriffe gewesen; insbesondere hat die Handelskammer Wesel (Firma Lensing & van Gülpen in Emmerich) eine lebhafte Agitation gegen dieselbe in Scene gesetzt. Die Kassen zu Leipzig und Magdeburg blieben von diesen Angriffen unberührt. In der Litteratur sind begründete Urteile über die Liquidationskassen sehr selten; Fuchs hat sich in seiner Schrift „Der Warenterminhandel, seine Technik und volkswirtschaftliche Bedeutung“ gegen die Liquidationskassen ausgesprochen. Theoretisch lässt sich über die Liquidationskassen ebensoviel günstiges als ungünstiges anführen; auf Grund des bisher zu Gebote stehenden Thatsachenmaterials ein Urteil über die denselben innerhalb des Termingeschäfts zukommende wirtschaftliche Stellung zu fällen, dürfte noch etwas verfrüht sein. In der bisherigen Wirksamkeit der Hamburger Warenliquidationskasse erscheint das Bestreben derselben, stets neue Artikel in den Bereich ihrer Geschäftsthätigkeit zu ziehen, als nicht unbedenklich; einerseits liegt hierin die Gefahr, dass in Artikeln ein Terminhandel gezüchtet wird, in welchen derselbe nicht genügend Lebenskraft besitzt; andrerseits wird dadurch zwischen den Angehörigen ganz verschiedener Geschäftszweige eine Gemeinsamkeit der Interessen geschaffen, für welche eine innere Berechtigung nicht gegeben ist.

Elftes Kapitel.

Das Kommissionsgeschäft.

I.

Die Rechtsstellung des Kommissionärs nach dem allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuch ist in ihren Hauptpunkten kurz folgende: Kommissionär ist derjenige, welcher gewerbsmässig in eigenem Namen für fremde Rechnung Handelsgeschäfte abschliesst. Der Kommissionär muss den ihm erteilten Auftrag nach den Instruktionen und im Sinne des Kommittenten ausführen und hat hierbei die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu prästieren; sofort nach Ausführung des Geschäfts muss er dem Kommittenten davon Anzeige machen. Dafür hat er Anspruch auf Erstattung des gemachten Aufwandes, ferner auf Provision, und zwar mangels besonderer Vereinbarung nach den am Vertragsorte üblichen Sätzen; endlich hat er am Kommissionsgute ausser dem kaufmännischen Retentionsrecht noch ein gesetzliches Pfandrecht. Das Recht auf Provision kann durch besondere Uebereinkunft der Parteien beseitigt oder abgeändert werden. Wenn der Kommittent nichts andres bestimmt hat, kann der Kommissionär für den ihm erteilten Auftrag bei Waren, welche einen Markt- oder Börsenpreis haben, als Selbstkontrahent eintreten. In diesem Falle ist die Pflicht des Kommissionärs, Rechenschaft über die Abschliessung des Geschäfts zu geben, auf den Nachweis beschränkt, dass bei dem berechneten Preise der Börsenpreis oder Marktpreis zur Zeit der Ausführung des Auftrags eingehalten worden ist. Macht der Kommissionär nicht zugleich mit der Ausführung des Auftrags den Gegenkontrahenten

namhaft, so ist der Kommittent befugt, den Kommissionär als Selbstkontrahenten in Anspruch zu nehmen; umgekehrt darf sich der Kommissionär in diesem Falle nur dann als Selbstkontrahent betrachten, wenn ihm der Kommittent erklärt hat, dass er ihn als solchen in Anspruch nehme. Wenn der Kommissionär für seinen Kontrahenten einsteht, Delkredere übernimmt, so kann er hierfür eine besondere Vergütung, die sog. Delkredereprovision berechnen.

II.

Welche Gestalt hat das Kommissionsgeschäft praktisch im Geschäftsleben angenommen?

Die ziemlich übereinstimmende Aussage der Sachverständigen geht dahin, dass es reine Kommissionsgeschäfte im Sinne des Handelsgesetzbuches in den börsenmässig gehandelten Waren fast gar nicht mehr gibt; die zahlreichen sog. Kommissionsfirmen sind fast durchweg Eigenhändler oder betreiben wenigstens neben dem Kommissionsgeschäft ein bedeutendes Propregeschäft. In der Faktura wie in der Nachricht von der Ausführung der erteilten Ordre heisst es z. B. bei der Einkaufskommission nie: „ich kaufte für Sie von N. N.“, auch nicht „ich kaufte für Sie“, sondern immer, „ich verkaufe Ihnen“ [1]. Im einzelnen ist der Geschäftsgang zwischen den sog. Kommissionsgeschäften und den Kommittenten in der Regel folgender: Die Kommissionshäuser an den grossen Börsenplätzen haben an den verschiedenen, für ihren Artikel in Betracht kommenden Provinzplätzen Agenten, welche gegen Vergütung dem Kommissionshaus Kunden gewinnen und den Verkehr mit diesen Kunden regeln und vermitteln. Dass diese Agenten in der Auswahl der Kundschaft nicht immer besonders skrupulös sind und mitunter auch mit Privatpersonen und mit Firmen von sehr zweifelhaften Vermögensverhältnissen beträchtliche Engagements vermitteln, ergibt sich besonders aus den in den Drucksachen der Börsenenquetekommission mitgeteilten reichsgerichtlichen Erkenntnissen [2]. Im allgemeinen

[1] Sachv.-Vern. S. 2191. 2196. 2422. 2746. 2753—2754. 2966. 3215.

[2] Die Rechtsprechung des Reichsgerichts über das Differenzgeschäft.

wird man jedoch als zutreffend die Aussage eines Sachverständigen anerkennen müssen, dass die Beteiligung der „Outsiders" bei kleineren Geschäften erfolgt; die grösseren und anständigen Kommissionshäuser haben auch anständige Agenten, die bessere Kundschaft sucht sich auch die besseren Häuser aus [1]). Der Kommissionär schickt seinem Agenten in Zeiten, in denen die Preise nicht erheblich schwanken, täglich Anstellungsbogen mit eingeschriebenen festen Preisen, die sog. Speisezettel oder Speisekarten. Der Agent ist ermächtigt, auf Grund dieser festen Anstellungen mit den Kunden Geschäfte abzuschliessen. Die erteilten Ordres meldet er telegraphisch dem Kommissionsgeschäft, und zwar so rechtzeitig, dass dieses noch vor oder wenigstens zu Beginn der Börsenzeit davon Kenntnis erhält und sich in seinen geschäftlichen Dispositionen danach richten kann. Die Getreidegeschäfte, sowohl Lokogeschäfte als Lieferungs- und Termingeschäfte, werden zum weitaus überwiegenden Teile auf Grund solcher festen Anstellungen gemacht. Anders scheinen die Dinge beim Kaffeehandel zu liegen. Auch hier ist das Effektivgeschäft fast ausschliesslich Propregeschäft; ein Sachverständiger behauptet, 95 % von allen effektiven Lieferungen würden so gemacht, dass das Wort „Kommissionär" darauf nicht anwendbar sei. Dagegen sind im Kaffeetermingeschäft solche feste Anstellungen nicht üblich [2]).

Auch dann, wenn ohne vorhergehende feste Anstellungen an das Kommissionshaus am Börsenplatz von auswärtigen Kommittenten Ordres einlaufen, tritt in der Praxis der Kommissionär immer als Selbstkontrahent ein, wenn gleich, wie behauptet wird, neun Zehntel aller Aufträge durch Abschluss mit Dritten ausgeführt werden [3]). In der Faktura wie in den Ausführungsdepeschen und -Briefen findet sich stets die Formulierung: „Ich kaufe von Ihnen" oder „ich verkaufe an Sie". Faktisch wird es auch von den Kommittenten als selbstverständlich angenommen, dass der Kommissionär als Selbst-

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2439. 2592.

[2]) Sachv.-Vern. S. 2180—2182. 2195—2197. 2271. 2272. 2417. 2593 bis 2595. 2582—2884. 3215 fg. 3486.

[3]) Protokoll der Unterkommission für das Kommissionsgeschäft S. 12.

kontrahent eintritt; der Kommittent kennt sein Kommissionshaus und will nur mit diesem zu thun haben. Weder durch den Geschäftsabschluss auf Grund fester Anstellungen, noch durch den Eintritt als Selbstkontrahent wird das Kommissionsverhältnis aufgelöst; für den ersten Auftrag — für das Spekulationsgeschäft — ist der Kommissionär auch von juristischem Standpunkte aus lediglich als Eigenhändler in Betracht zu ziehen; trotzdem aber dauert das Kommissionsverhältnis zu seinem Kontrahenten fort, bis dieses Spekulationsgeschäft durch das Realisierungsgeschäft seine Erledigung gefunden hat. Der Kommissionär, der als Selbstkontrahent das Geschäft abgeschlossen hat, hat also zugleich die Interessen seines Kommittenten zu wahren, insbesondere bezüglich der Kündigung, der Abnahme der Ware u. s. w. In der Praxis hat dies aber im allgemeinen zu Schwierigkeiten nicht geführt. Vor allem wird von den Sachverständigen betont, dass die Kommissionshäuser im Interesse ihrer Kommittenten die Ware abnehmen, durch die Sachverständigen besichtigen lassen u. s. w.

Die Ordre des Kommittenten kann in verschiedener Weise abgefasst sein. Lautet sie z. B. einfach so: „Kaufen Sie bestmöglichst 50 t Weizen per April!“, so hat nach den an der Produktenbörse herrschenden Anschauungen der Kommissionär das Recht und die Pflicht, für den Ankauf des Apriltermins denjenigen Moment auszuwählen, der ihm zur Ausführung der Ordre als der geeignetste erscheint; er muss nicht unbedingt zu dem Kurse ausführen, welcher als der erste nach dem Eintreffen der Ordre notiert wird. In diesem Falle liegen nun die Verhältnisse an den einzelnen Börsen verschieden, je nachdem an dem betreffenden Börsenplatz für den in Betracht kommenden Artikel eine Liquidationskasse besteht oder nicht, also besonders verschieden zwischen Hamburg und Berlin. Oben wurde dargelegt, dass die täglichen Notierungen in Berlin aus mehreren Zahlen bestehen, welche die Bewegung der Preise während der Börsenzeit veranschaulichen sollen, z. B. Weizen per Oktober 160—161—159. Erhält nun z. B. der Kommissionär kurz vor 12 Uhr an demjenigen Börsentage, wo diese Notierung gemacht wird, von einem Magdeburger Landesproduktengeschäft die Ordre: „Kaufen Sie bestmög-

lichst 100 t Weizen per Oktober", so kann er etwa den Weizen um 159 1/2 gekauft haben, nach Schluss der Börse aber an seinen Magdeburger Kommittenten die Nachricht schicken: „Ich verkaufe Ihnen Weizen per Oktober zu 160 1/2." Er macht also einen „Schnitt" von 1 pro Notierungseinheit, hat aber den im Handelsgesetzbuch statuierten Pflichten vollständig genügt; denn er kann sagen, er habe den Zeitpunkt, in welchem der Oktobertermin zu 160 1/2 gehandelt wurde, als günstig für die Ausführung der Ordre erachtet, und sei in diesem Augenblick als Selbstkontrahent eingetreten. Diese Möglichkeit, einen „Schnitt" zu machen, ist da, wo eine Liquidationskasse besteht — wie z. B. im Hamburger Kaffeetermingeschäft — viel weniger gegeben, ja fast ganz ausgeschlossen. Denn wenn hier die Vormittagsnotierung für Kaffee per Dezember 69 1/2 war und der Kommissionär als Selbstkontrahent eintreten will, so macht er dies in der Weise, dass er sich der Liquidationskasse gegenüber in demselben Schlussschein als Käufer und als Verkäufer angibt. Da nun aber jedes Geschäft bei der Liquidationskasse numeriert und registriert wird, so kann man durch Vergleich der vorher und nachher geschlossenen und registrierten Geschäfte ziemlich genau feststellen, ob zu der Zeit, in welcher der Kommissionär als Selbstkontrahent eingetreten ist, wirklich der von ihm berechnete Preis der den Marktverhältnissen entsprechende war, besonders aber kann der Zeitpunkt ermittelt werden, in welchem der Kommissionär das Geschäft abgeschlossen hat. Ueber den „Schnitt" des Kommissionärs ist viel gesprochen, vielleicht noch mehr geschrieben worden. Man hat behauptet, der Berliner Kommissionär spekuliere auf dem Rücken des Kommittenten herum. Dieser sei jenem ohne Hindernis preisgegeben und könne nach Willkür ausgebeutet werden, und daraus erkläre sich das Vorhandensein der zahlreichen Kommissionsfirmen an den Hauptbörsenplätzen. Dem gegenüber ist zunächst zu betonen, dass der Kommittent geschützt ist gegen Uebervorteilung seitens des Kommissionärs, wenn er zu einem limitierten Kurse Ordre erteilt, also z. B. „kaufen Sie für mich good average Santos per April zu höchstens 65", oder „kaufen Sie bestmöglichst, jedoch nicht höher als 65". Denn dann ist der

Kommissionär verpflichtet, sobald der Kurs 65 oder unter 65 ist, für Auftrag des Kommittenten abzuschliessen; er darf gar nicht warten, bis der Kurs weiter fällt. Hat er aber die Meinung, dass der Kurs, der zu Anfang der Börse 64 $^{3}/_{4}$ war, später noch sinken werde, und tritt er nun zum Kurse von 64 $^{3}/_{4}$ als Selbstkontrahent ein, so ist damit das Interesse des Kommittenten vollständig gewahrt; und wenn der Kurs später wirklich etwa auf 64 $^{1}/_{4}$ fällt, so hat der Kommissionär einen vollständig berechtigten Geschäftsvorteil gemacht, denn er hat ja auch das Risiko einer steigenden Preistendenz zu tragen. Würde er aber zum Kurse von 64 $^{3}/_{4}$ das Geschäft nicht ausführen und würde der Preis dann rasch steigen, etwa auf 65 $^{1}/_{2}$ oder 66, so wäre er dem Kommittenten verantwortlich. Im übrigen wird von den Sachverständigen betont, dass der „Schnitt" am Kurse allerdings möglich sei, und im Geschäftsleben mitunter wohl auch vorkomme; aber dies werde meist mit Unrecht übertrieben. Im allgemeinen sorge die Konkurrenz unter den verschiedenen Kommissionshäusern dafür, dass die Geschäfte namentlich mit soliden auswärtigen Firmen, deren Kundschaft sich selbstredend der Kommissionär möglichst lange zu erhalten wünscht, zur Zufriedenheit der Kommittenten ausgeführt werden; überschuldete Kommittenten werden freilich nicht besonders sorgsam behandelt. Des weiteren muss hier in Betracht gezogen werden, dass die im deutschen Kommissionsgeschäfte üblichen Provisionssätze sehr gering sind. Vor 20—30 Jahren betrugen sie noch 3 bis 4 %. Heute arbeiten erste Berliner Spiritusfirmen mit $^{3}/_{8}$ %. Im Getreidegeschäft beträgt die Provision ungefähr 1 bis 1 $^{1}/_{2}$ %; dabei besteht in Berlin die Usance, dass dieselbe für das erste Geschäft berechnet wird, das Realisierungsgeschäft also frei ist. Im Kaffeehandel werden $^{3}/_{4}$ % für den Einkauf und ebensoviel für den Verkauf berechnet [1]).

Wie verfährt nun der Kommissionär, wenn der betreffende Termin herankommt und die verschiedenen bei ihm eingegangenen Geschäfte realisiert werden sollen? Schon vor dem Eintritt des Lieferungsmonats verständigt sich der Kommissionär

---

[1]) Vgl. Sachv.-Vern. S. 2171 fg. 2593 fg. 3215 fg.

mit seinen Kunden darüber, wie er sich verhalten solle, wenn Kündigungen zu erwarten seien. Die von den Kommittenten einlaufenden Ordres werden nun je nach der Geschäftslage sehr verschieden sein. Lautet die Ordre einfach: „realisieren Sie das Geschäft“, so tritt der Kommissionär wiederum als Selbstkontrahent ein bei der gegenteiligen Geschäftsoperation, also wenn er Einkaufskommissionär war, indem er an den Kunden verkauft. Deckung hierfür sucht er entweder bei den entsprechenden Aufträgen andrer Kommittenten, oder an der Börse, oder bei einem andern Kommissionshaus. Wenn dem Kommissionär gekündigt wird, so kündigt er seinerseits an denjenigen unter seinen abnahmepflichtigen Auftraggebern weiter, der zu dem höchsten Preise gekauft hat resp. an denjenigen, der ihm der schwächste zu sein scheint[1]). Dieser muss dann über die gekündigte Ware weiter verfügen, sei es durch effektive Abnahme oder durch einen entsprechenden Auftrag an den Kommissionär. Uebrigens ist im Geschäftsleben der Kommissionär seinen Kunden, soweit es irgendwie thunlich ist, zur Erhaltung des Engagements behilflich. Der lieferungspflichtige Kommittent hat die Möglichkeit, sich denjenigen Tag des Lieferungsmonats zur Lieferung resp. zur Erteilung der Realisierungsordre auszuwählen, der ihm als der hierzu geeignetste erscheint. Will er effektiv liefern, so benachrichtigt er hiervon den Kommissionär, und dieser nimmt dann die Kündigung vor, resp. tritt selbst als Käufer auf und kündigt an sich. Erteilt dagegen der Kommittent den Auftrag, das Geschäft durch einen Kauf zu realisieren, so übernimmt der Kommissionär das auf seine Rechnung: „ich kaufe von Ihnen“. Die Deckung hierfür sucht er wiederum entweder bei den gegenteiligen Engagements seiner Kommittenten oder an der Börse, oder er nimmt die Ware in Empfang und verfügt darüber in irgend einer Weise, sei es durch Lieferung an Kunden, oder durch Einlagerung u. s. w.

---

[1]) Dieses sog. „Aus-dem-Engagement-Werfen“ der kapitalschwachen Kommittenten spielt in der Agitationslitteratur eine grosse Rolle. Von den kaufmännischen Sachverständigen wird es durchgehends als selbstverständlich bezeichnet.

III.

Aus den angeführten Thatsachen ergibt sich, dass das Kommissionsrecht für den Produktenhandel nur geringe praktische Bedeutung besitzt. Die Entwickelung scheint dahin zu gehen, dass der Kommissionshandel für den Verkehr in den Terminartikeln mehr und mehr verschwindet; hierauf weist besonders die jetzt an den grossen Börsenplätzen sehr häufige Kombinierung von Kommissions- und Proprehandel hin [1]. Die Grundlage unsres heutigen Kommissionsrechts — Selbsteintrittsrecht und gesetzliches Pfandrecht des Kommissionärs — haben sich bewährt; die minutiösen juristischen Streitfragen stehen mit dem Börsenwesen in keinem oder doch nur in sehr geringem Zusammenhange.

---

[1]) In den nicht börsenmässig gehandelten Artikeln ist dagegen das reine Kommissionsgeschäft von grosser Bedeutung. Vgl. Sachv.-Vern. S. 2197.

Zwölftes Kapitel.

Die Reformfrage.

Die Vorschläge der Börsenenquetekommission und der Gesetzentwurf des Bundesrats sind im vorhergehenden bereits ausführlich dargestellt worden [1]. Es soll nunmehr untersucht werden, ob die Reformvorschläge wirklich mit dem Ergebnis der thatsächlichen Feststellungen der Börsenenquete in Uebereinstimmung stehen. Speziell für die Warenbörse lautet die Frage, die zu beantworten ist: sind die Reformvorschläge geeignet, den an der Warenbörse beobachteten Missständen abzuhelfen? hat man sich des Eingreifens da enthalten, wo kein Missstand herrscht, und hat man endlich den Ursachen der wirklich herrschenden Missstände wirksam entgegenzutreten verstanden?

In der That stimmt der Standpunkt der Kommission und des bundesrätlichen Entwurfes in zwei Punkten einigermassen mit dem Ergebnis der thatsächlichen Feststellungen der Enquete überein; es wird darin anerkannt: erstens dass das Gewerbe des vereideten Maklers in seiner heutigen Gestalt eine veraltete Institution ist, und zweitens dass die heutige Rechtsprechung unsrer obersten Gerichtshöfe über Differenzgeschäfte zu Unzuträglichkeiten führt.

Es ist in meiner Darstellung der Ergebnisse [2] der Enquete ausführlich nachgewiesen worden, dass speziell an den Waren-

---

[1] Vgl. den von L. Gschwindt bearbeiteten Abschnitt „Die Beschlüsse der Enquetekommission und der Börsengesetzentwurf des Bundesrates", S. 19 fg. von Nr. 15 der Münch. Volksw. Studien.

[2] Vgl. oben S. 145 fg.

börsen — soweit nicht Liquidationskassen bestehen — das Gewerbe des vereideten Maklers im Sinne des Handelsgesetzbuchs an einigen Plätzen völlig abgestorben ist, an andern Plätzen soeben abstirbt. Die Kommission und der Bundesrat nehmen thatsächlich auf dies Moment Rücksicht, jedoch ohne die volle Konsequenz zu ziehen. Wenn der Produktenmakler, welcher — seinem Eide treu — Geschäfte auf eigene Rechnung nicht abschliesst, thatsächlich nichts zu thun hat und verarmt, wenn dieser vereidete Makler für den modernen Geschäftsbetrieb unbrauchbar ist, so wäre es nur konsequent gewesen, das Institut der vereideten Makler völlig zu beseitigen. Soweit gehen indes die zur Zeit vorliegenden Reformvorschläge nicht. Die Kommission und der Bundesrat gaben zwar die Unhaltbarkeit der heutigen Stellung des vereideten Maklers zu, wünschten aber doch vereidete Makler, sog. Kursmakler, für die Zukunft zur Unterstützung des Börsenvorstands bei Feststellung der Kursnotiz zu verwenden. Man hat jedoch versäumt, die Möglichkeit einer angemessenen Existenz — welche den heutigen vereideten Maklern vielfach fehlt — diesen Kursmaklern zu sichern. Sie geniessen kein Monopol der Geschäftsvermittlung, erhalten auch nicht ein Minimaleinkommen garantiert; sie haben im übrigen eine Menge von Pflichten und sind nur in einem Punkte etwas günstiger als die heutigen vereideten Makler gegenüber dem konkurrierenden freien Makler gestellt: sie dürfen nach den Reformvorschlägen insoweit für eigene Rechnung u. s. w. Geschäfte abschliessen oder Bürgschaft übernehmen, „als dies zur Ausführung der ihnen erteilten Aufträge nötig ist“. So erfreulich es ist, dass man dem Makler die bisherigen Konflikte zwischen Existenzfrage und Eidespflicht zu ersparen sucht, so bleibt doch zweierlei nach den Ergebnissen der Börsenenquete zweifelhaft: ob die Institution der vereideten Kursmakler notwendig und geeignet ist für das Zustandekommen ehrlicher Kursnotierungen und ob andrerseits die vorliegenden Reformvorschläge überhaupt genügen, um zuverlässige Kursnotierungen zu gewährleisten.

Der Grundgedanke für die Kursfeststellung ist nach den Reformvorschlägen, dass dieselbe nicht nach diskretionärem Ermessen, sondern auf Grund bestimmten schriftlichen Materials

erfolgen soll. Als Material sollen ausser den durch Kursmakler vermittelten Geschäften nur die schriftlich angemeldeten Abschlüsse verwendbar sein. Statt des Buchungszwanges [1]), der von der Kommission für die Geschäfte statuiert war, welche durch freie Makler vermittelt sind, hat der Bundesratsentwurf auch andre Formen schriftlicher Anzeige zugelassen. Es ist indes nach den Aussagen der Sachverständigen viel wichtiger, dass alle abgeschlossenen Geschäfte berücksichtigt werden und von einem vertrauenswürdigen Börsenvorstand mit Diskretion vorgegangen werde. Denn wenn auch mit allen Kautelen der Schriftlichkeit nach äusserlichen Gesichtspunkten der Kurs berechnet wird, so bleibt stets die Gefahr, dass durch Eintragung fingierter Geschäfte und andre Machenschaften gerade die an der Fälschung des Kurses interessierten Personen mit der schriftlichen Anzeige oder der Bucheintragung Missbrauch treiben.

Macht sich bei der Neuregelung des Maklerwesens eine gewisse Halbheit im Durchführen der Konsequenzen der Enqueteergebnisse fühlbar, so sind entschiedener die Folgerungen gezogen aus der zweiten thatsächlichen Feststellung, dass nämlich eine Fortdauer der heutigen Rechtsprechung über den Spieleinwand bei Börsengeschäften zu den schwersten Unzuträglichkeiten führt [2]). Es ist durch die Erhebungen der Enquetekommission augenscheinlich klargelegt, dass es ein in dem Geschäft selbst oder in dessen Erfüllungsart liegendes Unterscheidungsmerkmal zwischen reellem und unreellem Termingeschäft nicht gibt. Die Konsequenz, welche aus dieser Erkenntnis in den Reformentwürfen gezogen wird, besteht darin, dass der Einwand des Ausschlusses der Effektivlieferung bei solchen Börsentermingeschäften für unwirksam erklärt wird, die überhaupt von im Sinne des Entwurfs zum Terminhandel befugten Personen abgeschlossen worden sind.

Die Ergänzung zu dieser zivilrechtlichen Neuerung findet

---

[1]) Ziemlich dunkel ist der Schlusspassus in § 31 des bundesrätlichen Entwurfs, wonach Geschäfte, die nicht sofort auf schriftlichem Wege zur Kenntnisnahme des Börsenvorstandes oder eines Kursmaklers gebracht werden, „von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen sind“.

[2]) Vgl. oben S. 135 ff.

sich in dem Vorschlage krimineller Ahndung für Fälle des Börsenwuchers. Es ist erfreulich, dass die Fassung des Thatbestandes des Börsenwucherdelikts, welche im Kommissionsentwurfe sehr mangelhaft ausgefallen war, im Entwurfe des Bundesrats wesentlich verbessert worden ist.

Es ist nicht zu verkennen, dass auch in andren Punkten als den beiden bisher berührten Fragen des Maklerwesens und des Differenzgeschäfts, die Ergebnisse der Sachverständigenvernehmung auf die Reformvorschläge einigen Einfluss geübt haben; doch ist dieser Einfluss der thatsächlichen Erfahrungen bei den Reformvorschlägen, die nun zu besprechen sein werden, gegenüber den subjektiven Wünschen der Kommissionsmitglieder, nur ein relativ bescheidner gewesen. Es kommen insbesondere folgende Materien in Betracht:

1. Das Kommissionsgeschäft. Die Reformvorschläge der Enquetekommission und des Bundesrates zur Regelung des Börsenkommissionsgeschäfts haben insofern wenig praktische Bedeutung, als nach der Enquete Abschlüsse in Form des Kommissionsvertrags im Warentermingeschäft schon heute zu den Seltenheiten gehören. Die Durchführung der Reformvorschläge hat vielleicht eine einzige Wirkung für die Warenbörse: das reine Kommissionsgeschäft wird daraus noch schneller, als es ohnedies geschehen würde, völlig verschwinden.

2. Eigentümlich war die Stellungnahme der Enquetekommission zu den Börsenschiedsgerichten. Während sie deren Nützlichkeit voll anerkannte, hatte sie eine Bestimmung vorgeschlagen, welche die praktische Bedeutung derselben wesentlich verminderte. Die Börsenschiedsgerichte sollten sich künftig der Entscheidung von Rechtsstreitigkeiten enthalten, wenn nicht beide Teile einer und derselben Börse angehören oder sich zur Zeit der Erhebung von Ansprüchen ausdrücklich der Entscheidung des betreffenden Schiedsgerichts unterwerfen. Hauptzweck der Schiedsgerichte ist aber gerade, die verschiedenen Unannehmlichkeiten zu beseitigen, welche die Geltendmachung von Rechtsansprüchen bei entlegenen, und besonders bei ausländischen Gerichten mit sich bringt. Dieser Zweck würde aber durch die vorgeschlagene Bestimmung illusorisch gemacht worden sein.

Es ist daher als ein Vorteil für das Wirtschaftsleben anzusehen, dass der Bundesratsentwurf die Vorschrift gegenüber dem Enquetevorschlage insofern eingeschränkt hat, „als die Gültigkeit der vor Entstehung des Streitfalles geschehenen Unterwerfung unter das Schiedsgericht nicht an die Zugehörigkeit beider Parteien zu einer und derselben Börse geknüpft, sondern davon abhängig gemacht wird, dass jeder der Beteiligten Kaufmann oder für den betreffenden Geschäftszweig in das Börsenregister eingetragen ist" (Motive zu § 28).

3. Die Diskussionen über das Termingeschäft in Waren nahmen in den Verhandlungen der Börsenenquetekommission einen sehr breiten Raum ein. Das Ergebnis, zu welchem die Kommission und der Bundesrat gelangten, ist aber ein ziemlich sonderbares. Zunächst hat die Kommission ausgesprochen, dass „die Vorteile, welche der börsenmässige Terminhandel unleugbar zu bieten vermöge, sowohl für Wertpapiere, wie wegen des umfassenden Versicherungsinteresses noch mehr für Waren erheblich genug seien, um denselben an sich als eine berechtigte Form des Verkehrs anzuerkennen". Dagegen hielt sie es für erforderlich, gesetzliche Bestimmungen zu treffen, damit nicht wie bisher „ohne jede Hinderung ein Terminhandel in einer beliebigen Gattung von Waren entstehen und seine Wirkungen über weite Interessengebiete erstrecken könne, sobald dies nur die Organe des Handels an einer bestimmten Börse für den Handel an dieser Börse als zuträglich erachten". Der letztere Gedanke hat in zwei Bestimmungen Ausdruck gefunden: einmal darin, dass der Bundesrat befugt sein soll, das Termingeschäft in einem Artikel zu untersagen oder von gewissen Bedingungen abhängig zu machen; sodann darin, dass vor der Zulassung von Waren zum börsenmässigen Terminhandel und vor Festsetzung der allgemeinen Bedingungen für diesen Terminhandel eine vom Reichskanzler in jedem einzelnen Fall zu berufende Kommission von Vertretern der beteiligten Gewerbezweige sowie der allgemeinen Interessen gutachtlich zu hören sei. Diese Vorschläge stehen im Widerspruch mit dem primären Standpunkt der Kommission. Wenn das Termingeschäft an sich eine „berechtigte" Form des Verkehrs ist, warum soll das Entstehen dieser

„berechtigten“ Geschäftsform polizeilich überwacht werden? Uebrigens bieten die bisherigen Erfahrungen gar keinen Anhaltspunkt für derartige Massnahmen. Wo die Vorbedingungen für ein Termingeschäft nicht gegeben sind, da kann es nicht aufkommen; und wo diese Vorbedingungen wegfallen, verschwindet es von selbst [1]). Der Versuch, das Termingeschäft in Getreide an der Antwerpener Börse einzuführen, hatte einen kläglichen Misserfolg, weil die treibende Ursache der Entstehung eines Termingeschäfts, das Bedürfnis einer Risikoabwälzung, nicht vorhanden war; der Getreideterminhandel in Hamburg hörte auf, als ihm die reelle Unterlage, ein grosser Umsatz effektiver Ware im Eigenhandel, durch die Entwickelung der Verhältnisse entzogen wurde; der Terminhandel in Petroleum an den Börsen von Berlin und Hamburg verschwand von der Bildfläche, als der Petroleumtrust aufkam. Wo die Vorbedingungen für den Terminhandel gegeben sind, da wird er ins Leben treten trotz der entgegenstehenden Polizeiverbote; die Bedeutung der Gesetzesparagraphen wird aber vielleicht die sein, dass sich der Verkehr heimlich und in ungesetzlichen Formen bewegt und von zweifelhaften Elementen durchsetzt ist. Die Kommission hat die erwähnten Massnahmen mit dem Hinweis auf den Kammzugterminhandel zu rechtfertigen gesucht, allein nicht mit Recht. Die Gründe der Gegnerschaft seitens der Spinnereien sind oben dargelegt; wenn der Terminhandel in Kammzug trotz der zur Bekämpfung desselben gegründeten deutsch-österreichisch-russisch-schweizerischen Spinnereivereinigung in Antwerpen wie in Leipzig noch fortbesteht, so kann man daraus nicht folgern, dass er nur noch künstlich aufrecht erhalten werde, sondern nur, dass das bisherige Vorgehen dieser Koalition die Grundlagen des Kammzugtermingeschäfts nicht erschüttert hat. Gegenüber den Vorschlägen der Kommission und gegenüber dem Bundesratsentwurf muss endlich verwiesen werden auf die Internationalität des Terminhandels. Was kann es nützen, wenn beispielsweise im Deutschen Reiche der Terminhandel in Kammzug verboten wird, während er in Antwerpen nach wie

---

[1]) Vgl. auch oben S. 120.

vor weiter besteht? Ein einseitiges Verbot für das Inland wird höchstens dazu führen, die Abhängigkeit der deutschen Industrien vom Auslande zu steigern, an der Lage der deutschen Kammgarnspinnereien aber nicht das geringste ändern.

4. Nicht ganz einfach ist die Frage zu beantworten, ob das Projekt des Registerzwanges für solche, die Börsentermingeschäfte abschliessen wollen, als mit den Ergebnissen der Börsenenquete übereinstimmend anzusehen sei oder nicht.

Als Uebelstand ist durch die Börsenenquete festgestellt, dass in Deutschland an der Börsenspekulation — unter anderm auch am Terminhandel — Personen sich beteiligt haben, deren Kenntnisse und Vermögen für solche Dinge nicht ausreichen. Die kriminelle Ahndung der verwerflichen Praxis, solche unerfahrene oder unvermögende Personen zu Börsengeschäften zu verleiten, ist danach durchaus gerechtfertigt. Es ist aber jedenfalls ein sehr weitgehendes Experiment, wenn man ausserdem ungeeignete Personen durch Statuierung des Registerzwanges vom Abschluss von Termingeschäften abzuschrecken sucht. Dass wir es mit einem gesetzgeberischen Experiment zu thun haben, wird auch im Kommissionsberichte zugestanden, in welchem folgender Passus enthalten ist: „Die empfohlenen Register für Warentermingeschäfte sind eine ganz neue Einrichtung, und es lässt sich nicht mit Sicherheit übersehen, ob sie sich in jeder Beziehung in der Praxis bewähren werden“ [1]. Wenn einmal dieses Experiment gewagt werden soll, dann ist es jedenfalls konsequenter, dass, wie im Bundesratsentwurf es vorgesehen ist, ebenso im Effektenterminhandel wie im Produktenterminhandel — den die Kommission zunächst allein dem Registerzwang unterwerfen wollte — die Massregel durchgeführt wird. Den Warenterminhandel exceptionell schlecht zu behandeln, lag gar kein Anlass vor, da gerade im Warenhandel nach den Aussagen der Sachverständigen die Beteiligung der kleinen Leute am Termingeschäft jetzt relativ am seltensten gegenwärtig vorkommt.

Die Hauptbedenken, welche gemeiniglich gegen den Registerzwang erhoben werden, sind folgende:

---

[1]) Vgl. S. 158.

a) Die Gebühr, welche gelegentlich der Neuerung eingeführt werde, bedeute eine kopfsteuerartige Belastung, welche denjenigen am härtesten beschwere, der nur gelegentlich Termingeschäfte, eventuell zu Versicherungszwecken, abschliesse. Diesem Bedenken hat der Bundesrat durch Ermässigung der Gebühren, die von der Kommission vorgeschlagen waren, einige Beachtung geschenkt. Immerhin bleiben die Kosten der Veröffentlichung, welche der Einzutragende auf sich zu nehmen hat, recht erhebliche, auch nach der Herabsetzung der eigentlichen Gebühren.

b) Man macht geltend, dass durch die Versagung der Klagbarkeit für Geschäfte, die ohne Rücksicht auf den Registerzwang abgeschlossen sind, ein Zustand der Rechtsunsicherheit geschaffen werde, der insbesondere den Terminverkehr mit dem Auslande schwer schädigen könne. Dies Bedenken wird auch durch die Fassung des Bundesratsentwurfs nicht beseitigt. Würden beispielsweise die Ausländer abgeschreckt, künftig an den deutschen Zuckerbörsen Termingeschäfte zur Versicherung abzuschliessen [1]), so würden dem deutschen Geschäftsleben nicht nur Gewinne an Provisionen u. s. w. entgehen, sondern die deutschen Zuckerbörsen würden auch an ihrer internationalen Bedeutung für den Zuckermarkt erheblich einbüssen. Dass darunter schliesslich auch die Zuckerindustrie und die Landwirtschaft Deutschlands leiden können, ist nicht ausgeschlossen, ja sogar ziemlich wahrscheinlich.

c) Mehr eine Sache des Gefühls als des logischen Beweises ist es, dass man erklärt, die Eintragung in ein Register degradiere die Teilnehmer am Terminhandel, stelle sie polizeilich kontrollierten anrüchigen Personen gleich. Man ist heute in Deutschland sehr geneigt, solchen Gefühlsargumenten, besonders wenn sie aus Börsenkreisen vorgebracht werden, recht wenig ernsthafte Beachtung zu schenken. Es ist aber damit die in dem Berichte der Börsenenquetekommission [2]) stereotyp wiederholte Ansicht unvereinbar, dass nur von der Selbstverantwortung und Selbstdisziplin der

---

[1]) Vgl. oben S. 94.

[2]) Vgl. S. 19 ff. von Nr. 15 der Münch. Volksw. Studien.

Börsenbesucher wirksame Heilung der Schäden schliesslich zu erwarten sei. Es ist ein Widerspruch, Leute einerseits auf ihr Selbstbestimmungsrecht zu verweisen und verantwortlich zu machen, andrerseits sie mehr oder weniger en canaille zu behandeln.

d) Das Hauptbedenken jedoch gegen die Neuerung des Registerzwanges im Warenterminhandel ist die nach den Vernehmungen der Sachverständigen offenkundige Thatsache, dass der Terminhandel ein Problem darstellt, welches überhaupt nicht durch nationale deutsche Gesetzgebung wirksam gelöst werden kann. Vielleicht kann man — auch dies ist zweifelhaft — durch deutsche Gesetze den Terminhandel in Deutschland beschränken. Vielleicht kann auch erreicht werden, dass ein Rückgang des deutschen Terminhandels einen Rückgang des effektiven Handels derjenigen Handelsplätze herbeiführt, die — wie Hamburg — dem Terminhandel[1]) einen grossen Aufschwung in einzelnen Branchen seinerzeit verdankt haben; dass aber der Terminhandel in Antwerpen, Havre, England aufhört, kann der deutsche Gesetzgeber durch noch so reaktionäre Bestimmungen nicht erzwingen. Ebensowenig kann er hindern, mag er nun die Gesetzesbestimmungen wie immer fassen, dass die kreditwürdigsten und intelligentesten derjenigen deutschen Geschäftsleute, für deren Betrieb Termingeschäfte ein wirtschaftliches Bedürfnis sind, künftig ihre Operationen im Auslande vornehmen. Soweit kapitalkräftige Firmen in Betracht kommen, auf deren Wort man auch trauen würde, wenn selbst kein wirksamer Rechtsschutz von deutschen Gerichten gegen sie zu erlangen sein würde, würde man sicher in England, Frankreich, Belgien solch eine Wirkung des deutschen Börsengesetzes mit Freuden begrüssen. Auch in Amerika findet man schon heute, dass dortige Firmen den Ausländern überaus grosses Entgegenkommen zeigen, indem sie z. B. im Verkehr mit dem Auslande von den in Amerika üblichen Einschüssen Abstand zu nehmen pflegen.

Das Urteil über den Vorschlag der Terminregister für die Warenbörse lautet nach den Ergebnissen der Enquete:

---

[1]) Siehe oben S. 85. 86.

Die Neuerung ist vielleicht wirkungslos, höchst wahrscheinlich nicht nützlich und möglicherweise für weite Kreise der deutschen Volkswirtschaft in fernerer Zukunft von schädigender Wirkung; kurz es dürfte die oft missbrauchte parlamentarische Wendung vom „Sprung ins Dunkle" hier einmal ausnahmsweise recht zutreffend anzuwenden sein.

5. Die Vorschläge der Kommission über die Lieferungsqualität des auf Termin verhandelten Getreides würdigten die Schwierigkeiten nicht, welche einer Klassifikation der verschiedenen Getreidesorten bei uns in Deutschland entgegenstehen. Die Missstände, welche die gegenwärtigen Bestimmungen über Mindestqualität gezeitigt haben, wurden durch die Vorschläge der Kommission nicht berührt. Der Frage, ob man für ganz Deutschland einen einheitlichen Standard für Getreide feststellen solle und könne, ist die Kommission aus dem Wege gegangen. Die Frage ist wohl zu verneinen. Abgesehen von der Zersplitterung der inländischen Getreideproduktion und der verhältnismässig noch jungen Entwickelung unsrer Grossmüllerei ergeben sich Schwierigkeiten aus unsrer Stellung als Getreideimportland, in welches die verschiedensten Sorten zusammenströmen; insbesondere aber kommt in Betracht, dass wir in Deutschland die zur Herstellung eines Standards notwendigen Einrichtungen zur Zeit nicht haben: Elevatoren und Standards müssen gleichzeitig eingeführt werden.

Die Bestimmungen des Kommissionsentwurfs über die Heranziehung der inländischen Produzenten, Verbraucher und Verarbeiter einer Ware zur Feststellung der Lieferungsqualität und zur Mitwirkung in den Sachverständigenkommissionen waren zu allgemein gefasst, als dass sich deren praktische Bedeutung beurteilen lassen könnte; sollte den nicht zur Börse gehörigen Elementen in den Sachverständigenkommissionen eine entscheidende Stimme zugedacht sein, so würde dies in der Praxis kaum durchführbar sein, jedenfalls aber auf einen energischen Widerstand des Handelsstandes stossen.

Der Wunsch der Kommission, es möchten Anordnungen getroffen werden, dass die Feststellung der Lieferungsfähigkeit einer Ware vor deren Andienung erfolgen könne, wird wohl

von keiner Seite missbilligt werden. Aber „Anordnungen“ werden hierfür kaum genügen; auch hier müssen erst die erforderlichen Einrichtungen geschaffen werden. Letzteres ist von der Berliner Kaufmannschaft selbst schon vor dem Zusammentreten der Börsenenquetekommission angeregt worden. Die Stellungnahme des preussischen Handelsministeriums zu dieser Anregung veranlasste in den Sachverständigenvernehmungen einen interessanten Auftritt. Ein Hamburger Getreidehändler befürwortete die Errichtung öffentlicher Niederlagen zum Zwecke der Vorprüfung des Getreides. Im Anschluss hieran entspann sich folgende Debatte:

Sachverständiger Sobernheim-Berlin: „Den Wunsch, öffentliche Speicher in Berlin zu bekommen, kann ich nur voll unterschreiben. Wir haben hier keine solchen Speicher, und wenn diese Enquete nur das Resultat herbeiführt, dass wir in Berlin öffentliche Speicher kriegen, so wäre das ein grosser Segen. Es ist doch wirklich ein Skandal! Wir haben die Ministerien — entschuldigen Sie, dass ich das in Ihrer Gegenwart ausspreche — nicht einmal zu Konferenzen über diesen Gegenstand veranlassen können. Wir sind mit der Stadt in Beratung wegen Zentralspeicher eingetreten und haben eine Antwort bekommen, die wenigstens die Möglichkeit einer Durchführung eröffnet. Wenn wir öffentliche Speicher haben, dann bin ich allerdings für das französische System“ (scil. der Vorprüfung des zu liefernden Getreides).

Professor Dr. Cohn: „Warum ist das Ministerium der Sache nicht geneigt?“

Geheimer Oberregierungsrat Gamp: „Ich möchte erwähnen, dass die Sache sich etwas verzögert hat infolge Geschäftsüberhäufung des Referenten, der durch die Börsenenquete zur Zeit sehr stark in Anspruch genommen ist. (Heiterkeit.) Ich möchte aber bemerken, dass die Initiative gerade vom Ministerium ausgegangen ist. Das Ministerium hat bei den Aeltesten angefragt vor einem Jahr, ob nicht eine wesentliche Verbesserung sich herbeiführen lasse. Das Aeltestenkollegium ist mit dem Magistrat in Verbindung getreten, hat aber bis jetzt dort eine grosse Gegenliebe nicht gefunden, so dass man sich keine grossen Erfolge versprechen kann. Wenn man hoffen

dürfte, dass die Geneigtheit des Magistrats jetzt grösser ist, so hätte der Referent vielleicht auch Zeit gefunden, diese Sache zu erledigen. Jedenfalls liegt es nicht an seinem guten Willen. Im Gegenteil, die Ueberzeugung ist auch bei ihm vorhanden, dass eine wesentliche Verbesserung in der Errichtung öffentlicher Niederlagen liegen würde."

Vorsitzender: „Diese Sache liegt der Kommission aber in der That etwas fern."

Am folgenden Verhandlungstage kam der Sachverständige Horwitz[1]) auf diese Frage zurück und empfahl dieselbe nochmals der Würdigung des Referenten Gamp. Dieser entgegnete jedoch, sie stehe mit der Börsenreform wirklich nur in sehr losem Zusammenhange.

Wir sind ganz der Ansicht des Sachverständigen Horwitz, dass die Erbauung von Lagerhäusern nach dem Muster der amerikanischen Elevatoren im allerdirektesten Zusammenhang mit der Börsenreform steht. Das Kommissionsmitglied van den Wyngaert[2]) erwartet mit Recht von dem Baue solcher Lagerhäuser eine Besserung der jetzigen Verhältnisse; „die Vorprüfung ist die Gesundung der Getreidebörse!" Diese Vorprüfung ist aber nur möglich, wenn Lagerhäuser eingerichtet werden. Gelingt es, das Getreide nur dann zur Kündigung gelangen zu lassen, wenn es vorher auf seine Lieferbarkeit geprüft ist, so fallen notwendigerweise eine ganze Reihe von Missbräuchen weg, wie z. B. absichtliche Kündigung unkontraktlicher Ware, Scheinkündigungen u. s. w., denen gegenüber man bisher völlig machtlos war.

Seit Abschluss der Börsenenquete hat sich endlich in Deutschland das Interesse der agrarischen Bewegung in erhöhtem Masse der Silofrage zugewendet. Es ist kaum zulässig, das als eine Wirkung der Börsenenquete anzusehen. Gelingt es aber, das Lagerhauswesen sachgemäss auszubilden, nicht bloss in den Grossstädten, sondern vor allem auf dem platten Lande[3]), so wird wirklich einem der Missstände ab-

---

[1]) Sachv.-Vern. S. 2588.

[2]) Statistische Anlagen S. 347. 349.

[3]) Vgl. Lotz, Die Organisation des Getreideabsatzes in den Vereinigten Staaten, Bayr. Handelszeitung 1893.

geholfen werden können, deren Symptome die Agrarier bisher im Börsenwesen bekämpften: der noch immer vorherrschenden unzweckmässigen Organisation des Getreideabsatzes.

Der Bundesratsentwurf sucht die Frage zu lösen, indem er den verbündeten Regierungen, eventuell der Bundesregierung die Macht vorbehält, im geeigneten Zeitpunkt von Fall zu Fall die Frage der Lieferungsqualität zu regeln. Bedeutet dies eine Abschwächung der Vorschläge der Enquetekommission, so ist andrerseits der Bundesrat weiter als die Enquetekommission in der Androhung zivilrechtlicher Nachteile gegenüber denjenigen gegangen, die nach erfolgter Kündigung im Warenterminhandel unkontraktliche Ware liefern[1]). Es kann nicht gerade behauptet werden, dass diese Neuerung im Widerspruche mit den Ergebnissen der Enquete stände, doch ist es schwer, die Tragweite der Massregel schon jetzt zu übersehen.

6. Schon in den Motiven zu den Reformvorschlägen der Börsenenquetekommission war hervorgehoben, dass alle die polizeilichen und gesetzgeberischen kleinen Mittel, welche man vorschlage, eine gründliche Beseitigung von Missständen nicht bewirken könnten, solange es nicht gelinge, durch Selbstzucht der Börsenbesucher Abhilfe zu schaffen[2]). Die Enquetekommission hat geglaubt, man könne gleichzeitig die Börse in weitgehendem Masse reglementieren und doch von der Initiative der Beteiligten die Besserung erwarten. Es ist dies jedoch ein erfolgloser Versuch, unversöhnliche Gegensätze zu versöhnen: ein Fall, in welchem leider ebensosehr ein Verkennen der Menschennatur wie der thatsächlichen Ergebnisse der Börsenenquete in den Beschlüssen der Kommission zu bemerken war. Eine Eigentümlichkeit der menschlichen Natur ist es, dass die Besten nur dann in Ehrenämtern Reformen durchführen können, wenn ihrer Verantwortung auch das Recht der Selbstbestimmung entspricht, wenn ferner ihnen das Vertrauen entgegengebracht wird, dass sie ihre Pflicht auch ohne Polizeikontrolle thun werden. Ein thatsächliches Ergebnis der

---

[1]) Vgl. § 50 des bundesrätlichen Börsengesetzentwurfs.

[2]) Vgl. S. 19 ff. von Nr. 15 der Münch. Volksw. Studien.

Börsenenquete ist, dass da, wo freie Selbstbestimmung und Selbstverwaltung im Börsenwesen herrscht, nach einer unerfreulichen Durchgangsepoche sich eine gewisse Exklusivität, ein Corpsgeist unter den Zugelassenen und endlich eine Börsenordnung herausbildet, der gemäss zwar vieles nach diskretionärem Ermessen zu entscheiden ist, aber doch nach Forderungen, die einem gewissen Standesgefühl gleichmässig entspringen.

Der Börsenreformversuch der Enquetekommission erwartete aber Verbesserungen, die nur bei freier Selbstverwaltung entstehen können, durch Schaffung eines Milieus, welches mit der Atmosphäre der Polizeiwachtstube mancherlei Aehnlichkeit hat. In der Börsenenquete wird von Sachverständigen gefordert, dass man den anständigen Börsenelementen die Macht gebe, nach diskretionärem Ermessen anrüchige Elemente fernzuhalten oder auszuschliessen: in dem Reformentwurf der Enquetekommission wurde statt dessen eine kasuistische Aufzählung der Disziplinarstrafgründe beliebt, endlich wurde trotz aller österreichischen Erfahrungen ein Staatskommissar als kontrollierendes Organ vorgeschlagen. Da es angesichts der Gepflogenheiten der im allgemeinen gesunden, aber bisher freien Hamburger Börse nicht angängig war, die an der Londoner Effektenbörse spontan entwickelte Exklusivität in allen Einzelheiten für Deutschland zu erzwingen, so hatte es den Entwurf der Enquetekommission mit einer bloss eklektischen Nachahmung von Londoner Bestimmungen versucht.

All dem gegenüber bedeutet der Bundesratsentwurf einen wesentlichen Fortschritt. Die Neigung, in äusserlichen Dingen besondere Energie zu bekunden, ist zurückgedrängt, die Tendenz zum Uniformieren der gesamten deutschen Entwickelung nach preussischem Muster ist mit Erfolg in wichtigen Punkten zurückgewiesen worden. Der Staatskommissär ist als Ornament erhalten geblieben, aus dem Disziplinarhof ist ein geregeltes Ehrengericht geworden. Kurz, wenn man in der Unterdrückung der freien Selbstverwaltung das Wesen des Bureaukratismus sieht, kann man sagen, dass der Bundesratsentwurf in sehr wichtigen Dingen viel weniger bureau-

kratisch ist, als der ursprüngliche Entwurf der Enquetekommission es war. Vielleicht gelingt es dem Reichstage, auf diesem Gebiete noch weitere Verbesserungen durchzusetzen: ist doch das Hauptergebnis der Börsenenquete, dass die Frage der Börsenreform nicht bloss eine Frage der Gesetzesparagraphen und Verordnungen, sondern in erster Linie die Frage der Börsenverfassung ist. Das Problem der Zukunft wird sein, eine Börsenverfassung zu finden, in der die respektabelsten Kaufleute die Börse beherrschen. Menschlichem Ermessen nach wird auch Deutschland zu diesem Zustande nur bei Gewährung eines gewissen Masses von Bewegungsfreiheit auf dem Gebiete der Börsenverfassung gelangen!





MÜNCHENER

Volkswirtschaftliche Studien.

HERAUSGEGEBEN VON

LUJO BRENTANO UND WALTHER LOTZ.

ZWEIUNDZWANZIGSTES STÜCK:

Börsenreform in Deutschland.

Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquete

VON

Franz Josef Pfleger und **Ludwig Gschwindt.**

Dritter Abschnitt:

Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Enquetekommission.

Bearbeitet von **L. Gschwindt.**

Mit Anhang: Reichsbörsengesetz vom 22. Juni 1896.



STUTTGART 1897.

VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG

NACHFOLGER.

BÖRSENREFORM
IN DEUTSCHLAND.

EINE DARSTELLUNG DER
ERGEBNISSE DER DEUTSCHEN BÖRSENENQUETE

VON

Franz Josef Pfleger und **Ludwig Gschwindt.**

Dritter Abschnitt:

Die Effektenbörse nach den Erhebungen der
Börsenenquetekommission.

Bearbeitet von **L. Gschwindt.**

Mit Anhang: Reichsbörsengesetz vom 22. Juni 1896.



STUTTGART 1897.

VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG
NACHFOLGER.

Druck der Union Deutsche Verlagsgesellschaft in Stuttgart.

Vorwort.

Mit Freuden ergreife ich die Gelegenheit, an dieser Stelle meinen verehrten Lehrern, den Leitern des staatswirtschaftlichen Seminars an der Universität München, Herrn Geheimrat Professor Dr. Lujo Brentano, ganz besonders aber Herrn Professor Dr. Walther Lotz, der mich bei der Umarbeitung und Ergänzung meiner Schrift, ohne irgend welche Opfer an Zeit und Mühe zu scheuen, in der liebenswürdigsten Weise unterstützte, meinen aufrichtigsten Dank auszusprechen.

Dank sei ferner der staatswirtschaftlichen Fakultät der Münchener Universität für die Zuerkennung des Preises, sowie dem Oberbibliothekar Herrn Dr. Schnorr v. Carolsfeld für sein mir stets bewiesenes freundliches Entgegenkommen.

Die Herausgabe meiner 1894/95 verfassten Schrift hat sich durch persönliche Verhältnisse leider um ein ganzes Jahr verzögert. Das Riesenmaterial der Börsenenquete ist in der Zwischenzeit in mannigfacher Weise — ich verweise besonders auf die vortrefflichen Ausführungen von Professor Dr. Max Weber in der Goldschmidtschen Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht — für die Wissenschaft nutzbar gemacht worden, so dass ich zu der heute vorhandenen Litteratur wenig Neues beizutragen vermag. Wenn ich trotzdem meinen Erstlingsversuch jetzt noch der Oeffentlichkeit übergebe, so

geschieht dies, weil ich hoffe, man werde unter Berücksichtigung der Umstände, welche die Drucklegung beeinflussten, meine Schrift mit Nachsicht beurteilen, und weil ich annehme, es werde sich mit dem Inkrafttreten des neuen Börsengesetzes das öffentliche Interesse der — vorläufig zum Abschluss gebrachten — Frage der Börsenreform von neuem zuwenden.

Ludwigshafen a. Rh., im Januar 1897.

Ludwig Gschwindt.

Inhaltsverzeichnis.

I.

Terminhandel.

A. Zur Geschichte des Terminhandels.

Eine umfassende Darstellung der Geschichte des Effektenterminhandels, der Art und Ursachen seines ersten nachweisbaren Entstehens, Verschwindens und Wiederauftauchens existiert noch nicht.

Auch die Untersuchungen der Enquetekommission haben die Wissenschaft nach dieser Richtung hin wenig gefördert. Die von ihr vernommenen Sachverständigen, welche zum geringeren Teil der Juristenwelt und Presse, zum grösseren dem praktischen Börsenleben angehörten, vermochten über diese schwierige Frage, welche bedeutende wirtschaftsgeschichtliche Kenntnisse voraussetzt, fast keinen Aufschluss zu geben.

Dagegen finden wir in dem Ehrenbergschen, schon vor der Börsenenquete erschienenen Buche „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung", sowie in dem in allerneuester Zeit veröffentlichten Werke desselben Verfassers „Das Zeitalter der Fugger" äusserst wertvolle Beiträge zur Geschichte des Terminhandels, auf welche hier verwiesen sei. Die erstere Schrift führt uns die Fondsspekukation verschiedener Zeiten und Länder mehr nach ihrer juristischen, als nach ihrer technischen und wirtschaftlichen Seite vor Augen, während die zweite ein reichhaltiges Material über die Entwickelung und Gestaltung des gesamten Geld- und Kreditwesens im 16. Jahrhundert bietet. Was sich aus diesen Untersuchungen für unsere Zwecke ergibt, ist, dass die heutigen hoch entwickelten technischen Formen des Handels und der Spekulation in ihren Anfängen sehr viel weiter zurückreichen, als der Laie anzunehmen ge-

neigt ist, und dass sich diese Formen trotz mannigfacher künstlicher Hemmnisse durch Jahrhunderte erhalten und weiter gebildet haben. Schon im Jahre 1541 — vielleicht schon früher — hat die niederländische Regierung ein Verbot der Contrats de gajeures et d'assurances des changes erlassen, welche Geschäfte, wie Ehrenberg nachweist [1]), bereits die erste Entwickelungsstufe des heutigen — als vollkommenste Form der Kreditspekulation geltenden — Prämiengeschäftes bedeuten. In Amsterdam finden wir bereits im Anfang des 17. Jahrhunderts Termin- und Differenzgeschäfte in den Anteilen der Holländisch-ostindischen und der Westindischen Handelscompagnie. Die Spekulation nahm bald so grossen Umfang an, dass sich die Gesetzgebung genötigt sah, dagegen einzuschreiten. Ihr erster Schritt war das Edikt vom 27. Februar 1610, welches verbot, Aktien zu verkaufen, sei es auf Zeit oder per Kassa, die sich nicht wirklich im Besitze des Verkäufers befanden. In den Motiven zu diesem Gesetz war gesagt, dass die Baissespekulanten Praktiken anwendeten, „die den Kredit der Compagnie gröblich schädigten, wie auch Witwen und Waisen, die ihre Aktien gerade zu verkaufen gezwungen seien, in ihrer Habe arg beeinträchtigten“ [2]). Also nur die Baissespekulation erschien verwerflich, Zeitgeschäfte à la hausse dagegen durchaus legitim. In einem zweiten Edikt von 1621 wird dasselbe Verbot auf die Anteile der Westindischen Handelscompagnie ausgedehnt, gleichzeitig aber beklagt, dass das frühere Gesetz wirkungslos geblieben sei. In den späteren Jahrzehnten finden wir ein fortwährendes Suchen nach den geeigneten Mitteln, um den Ausschreitungen der Spekulation zu begegnen, ohne dass man jedoch das erstrebte Ziel erreichte.

Zu Anfang des 18. Jahrhunderts erlebte Frankreich dasselbe Schauspiel einer zügellosen Spekulation, hervorgerufen durch John Laws Gründungen. Law vervollkommnete die Technik des Terminhandels durch Einführung der Prämien-

---

[1]) R. Ehrenberg, „Das Zeitalter der Fugger“, Geldkapital- und Kreditverkehr im 16. Jahrhundert. Bd. II: „Die Weltbörsen und Finanzkrisen des 16. Jahrhunderts“ (Jena 1896) S. 19—21.

[2]) Siehe Ehrenberg, „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“ S. 5.

geschäfte und erleichterte die Spekulation, indem er die Aktien auf Inhaber stellte und dadurch erst zu einer gänzlich fungibeln Ware machte. Als das luftige Gebäude der Lawschen Gründungen nach kurzer Zeit zusammenbrach und weite Kreise der Bevölkerung in ihrem Vermögen schwer geschädigt wurden, sah sich auch hier die Regierung vor die Frage gestellt, wie derartige Vorgänge für die Folge zu verhüten seien. Die Wege, welche sie hierzu in einer Verordnung von 1724 einschlug, waren folgende:

1. Beseitigung aller Winkelbörsen und Gründung einer staatlich anerkannten Fondsbörse;

2. Schaffung einer privilegierten Compagnie des Agents de change;

3. Verbot aller Zeitgeschäfte in Fonds.

Die letzte und wichtigste dieser Bestimmungen gelangte nie zur Anwendung.

Ungefähr in die Zeit der Lawschen Gründungen fällt in England der Beginn einer Periode des wahnwitzigsten Börsenspiels, dessen Objekte durch die tollsten, in England treffend als „bubbles" bezeichneten, Gründungen geschaffen wurden. Als dann der Rückschlag kam und den Kredit des Staates und den Wohlstand des Volkes bis in die Grundfesten hinein erschütterte, beschäftigte sich auch hier das Parlament mit den Massregeln gegen „die schändliche Gewohnheit des Spekulierens in Fonds" (the infamous practice of stock-jobbing). Das aus diesen Beratungen hervorgegangene Gesetz von 1734 enthielt:

1. das Verbot aller Prämiengeschäfte;

2. das Verbot der Differenzgeschäfte, d. h. aller Geschäfte, welche nicht durch wirkliche Lieferung und Zahlung des Gegenwertes erfüllt würden;

3. Verbot von Blancoverkäufen.

Ueber die Wirkungen dieses Gesetzes erfahren wir in den Veröffentlichungen der englischen Börsenenquetekommission von 1878 [1]), dass es niemand einfiel, Geschäfte deshalb in Frage zu stellen, weil sie gegen jenes Gesetz verstiessen, dass

---

[1]) London Stock Exchange Commission, Appendix S. 356.

die Londoner Stock Exchange in ihre Statuten sogar die Bestimmung aufgenommen hat, es solle einem Börsenmitglied überhaupt untersagt sein, Ansprüche aus Börsengeschäften gerichtlich einzuklagen, und dass endlich die Wirksamkeit des Gesetzes durch eine Interpretation illusorisch gemacht wurde, welche die oben erwähnten Verbote nur auf die „public stocks“, also nicht auf die eigentlichen Spekulationspapiere bezog.

Es liegt ausserhalb unsrer Aufgabe, den Terminhandel früherer Jahrhunderte nach seiner technischen, wirtschaftlichen und juristischen Seite zu beleuchten, es mag vielmehr hier genügen, festzustellen, dass der Zeithandel in Wertpapieren, aus welchem der heutige börsenmässige Terminhandel hervorging, Jahrhunderte alt ist, dass mit ihm dieselben Erscheinungen, über die heute geklagt wird, verbunden waren, dass die Massregeln, welche man heute zur Beseitigung der Missstände vorschlägt, für den, der in die Geschichte des Terminhandels zurückgeht, fast nichts Neues enthalten, und dass endlich die Gesetzgebung den Kampf gegen das verwerfliche Börsenspiel bisher allenthalben vergeblich geführt hat. Diese Erscheinung und ihre Ursachen in einer historisch-kritischen Betrachtung der einschlägigen ausländischen Gesetzgebung und ihrer Wirkungen näher zu prüfen, hat die Enquetekommission nicht für notwendig erachtet. Ebenso hat sie unterlassen, auch nur das Material zusammenzutragen, auf Grund dessen eine wirtschaftshistorische Darstellung des in Deutschland bestehenden Terminhandels, seiner Formen und Funktionen, seines Zusammenhanges mit den allgemeinen volkswirtschaftlichen Zuständen und besonders seines Entstehens möglich wäre. Namentlich in letzterer Hinsicht erhalten wir unzureichende Informationen, weil die vernommenen Börsenleute über die Frage: „Welche Thatsachen haben nachweislich zur Einführung des Terminhandels an den einzelnen Plätzen, und zwar in den einzelnen Gattungen von Papieren und Waren geführt?“ keinen Aufschluss zu geben vermochten oder, soweit sie es dennoch versucht haben, die Ursachen der Einführung des Zeithandels mit den Funktionen, welche er heute versieht, verwechselten.

B. Begriff und Technik des börsenmässigen Terminhandels.

1. Die verschiedenen Zeitgeschäfte.

Der heutige börsenmässige Terminhandel ist hervorgegangen aus dem einfachen Lieferungsgeschäft, d. h. einem Kaufgeschäft, bei welchem der Verkäufer verpflichtet ist, an einem bestimmten späteren Zeitpunkt dem Käufer die Ware zu liefern. Während nun aber beim einfachen Lieferungsgeschäft alle Kontraktspunkte der freien Vereinbarung des Käufers und Verkäufers überlassen bleiben, sind dieselben beim Termingeschäft bis zu einer gewissen Grenze der willkürlichen Bestimmung der Kontrahenten durch die „Börsenusancen" entzogen. Die „Usancen" bestimmen erstens die Lieferungseinheit („Börsenschluss") [1]), so dass nur diese oder ein Vielfaches derselben gehandelt werden kann, — ferner die Lieferungszeit, den Liquidationstermin, gewöhnlich ultimo, seltener medio des laufenden oder folgenden Monats. Diese Gleichartigkeit in der Form der Geschäfte, dazu die tägliche Feststellung eines Terminpreises ermöglichen es nun einem grossen Kreis von Spekulanten, von einem künftigen Steigen oder Fallen der Kurse Vorteil zu ziehen. Dies geschieht in der Weise, dass der Spekulant, welcher eine Kurssteigerung erwartet (haussier), zunächst auf Zeit kauft, derjenige, welcher einen Kursrückgang erwartet (baissier), auf Zeit verkauft. Ein Spekulant, dessen Erwartungen noch vor dem Liquidationstermin eintreffen, wird sich nun „decken", d. h. die dem ersten Geschäfte entgegengesetzte Operation vornehmen. Wenn er gekauft hatte und der Kurs ist gestiegen, so wird er nunmehr verkaufen und am Liquidationstag die Differenz zwischen dem ersten und zweiten Preise als Gewinn in Empfang nehmen. Hat dagegen der Spekulant bis zum Liquidationstag noch nicht Gelegenheit gehabt, sich zu einem günstigen Kurs zu decken, so muss er erwarten, dass ihm in der Liquidation die gekauften Stücke wirklich angeboten oder die verkauften abgefordert

---

[1]) Ein solcher Börsenschluss ist z. B.: 50 Stück Kreditaktien, 15 000 Mk. Diskontokommanditanteile. In „Salings Börsenpapiere" I. Teil S. 116 ff. sind die in Berlin und Frankfurt geltenden Lieferungseinheiten zusammengestellt.

werden, und dass, wenn er den übernommenen Verpflichtungen nicht nachkommen kann, ihm die „Exekution“ bevorsteht. Doch hat er in der Liquidation selbst noch Gelegenheit, sich durch eine Gegenoperation und Zahlung der etwa verlorenen Differenz frei zu machen. Will endlich der Spekulant am Liquidationstag, weil er für die Zukunft günstige Aussichten zu haben glaubt, seine Position à la hausse oder à la baisse weiter aufrechterhalten, so wird er die Prolongation wählen. Dieselbe vollzieht sich mit Hilfe des „Kostgebens“ und „Kostnehmens“ (Report- und Deportgeschäft) [1]).

Wenn ein Haussespekulant am Liquidationstag sein einmal begonnenes Spekulationsgeschäft für den nächsten Monat fortführen will, so verkauft er am Liquidationstag an einen Geldverleiher die Quantität Effekten, zu deren Empfangnahme er verpflichtet ist, kauft sie von ihm aber sofort wieder auf den nächsten Termin zurück, und zwar zu einem etwas höheren Preis. Die Differenz der beiden Preise heisst Report und fällt dem Geldverleiher als Gewinn zu. Will umgekehrt ein Baissespekulant seine einmal eingenommene „Position“ am Liquidationstag noch nicht aufgeben, so kauft er am Liquidationstag von einem Effektenbesitzer die Quantität, zu deren Lieferung er verpflichtet war, verkauft sie ihm aber sofort wieder auf den nächsten Termin um einen etwas niedrigeren Preis. Der Preisunterschied des ersten und zweiten Geschäftes heisst Deport und fällt dem Verleiher der Effekten als Gewinn zu.

Wären die beiden Parteien der Hausse- und Baisse-

---

[1]) Vollzieht sich die Prolongation mehrmals zwischen denselben Kontrahenten, so liegt eine echte, direkte oder eigentliche Prolongation vor, die darin besteht, dass am Liquidationstag auf Grund des Liquidationskurses die Differenz zu Gunsten des einen oder andern Teiles rechnerisch festgestellt und gleichzeitig der Erfüllungstermin auf den Ultimo des nächsten Monats vereinbart wird. Die eigentliche Prolongation erlangte besondere Bedeutung in der Frage der Besteuerung, da nach der Anweisung des Bundesrates zur Anwendung des Börsensteuergesetzes vom 29. Mai 1885 ein Report- sowohl wie ein Deportgeschäft als aus zwei abgabepflichtigen Geschäften bestehend anzusehen ist, während uneigentliche Lombard- und uneigentliche Leih- oder Mietgeschäfte nur einfach steuerpflichtig sind. Siehe Schönberg, Handbuch der politischen Oekonomie III. Aufl. Bd. II S. 859 und Saling a. a. O. S. 147 ff.

spekulanten, welche am Liquidationstag mit Hilfe des Report- und Deportgeschäftes ihre Spekulationsgeschäfte für den nächsten Monat weiterführen wollen, gleich stark, so könnten sie sich gegenseitig als Kostgeber und Kostnehmer dienen und sich so die gewünschte Prolongation gewähren. Ueberwiegen aber in der Liquidation die notwendigen Verkäufe der Haussepartei das Kaufbedürfnis der Baissespekulanten, so treten in diese Lücke Banken und Grosskapitalisten ein, um mit ihren disponibeln Mitteln ein ziemlich sicheres und gewinnbringendes Geschäft (Reportgeschäft) zu machen [1]). Die eben geschilderte Technik des börsenmässigen Zeitgeschäftes ermöglicht, dass jeder, der ein Termingeschäft abgeschlossen hat, jederzeit einen andern findet, der ihm die übernommenen Verpflichtungen wieder abnimmt. In den auf Zeit gehandelten Wertpapieren entsteht daher vom Anfang bis zum Ende eines Monats eine lange Kette von Umsätzen, die am Liquidationstag durch Lieferung seitens des ersten Verkäufers und Bezug seitens des letzten Käufers sich schliesst. Alle dazwischen liegenden Glieder dieser Kette lösen ihre Verpflichtungen dadurch, dass sie die Differenz zwischen dem Liquidationskurs und dem Kaufs- oder Verkaufskurs zahlen oder in Empfang nehmen. Die Fungibilität des gehandelten Objektes wirkt sozusagen auf die Kontrahenten weiter, denn keiner derselben weiss von vornherein, wer die von seiner Gegenpartei übernommenen Verpflichtungen schliesslich endgültig lösen wird. Da die „Lösung der Engagements“ in der grossen Mehrzahl der Fälle in der Begleichung der Differenzen besteht, so ist es klar, dass der Käufer weder die Absicht, noch die Mittel zu besitzen braucht, die gekauften Wertpapiere zu beziehen und dass der Verkäufer weder den Willen noch die Fähigkeit zu besitzen braucht, die veräusserten Wertpapiere zu liefern; es genügt vielmehr im ersteren Fall ein entsprechender Verkauf, im letzteren ein entsprechender Kauf, um den eingegangenen Vertrag zu erfüllen.

Nach diesen allgemeinen Ausführungen über Wesen und

[1]) Dadurch ist zugleich der sog. haute finance (den grossen Banken und Kapitalisten) das Mittel an die Hand gegeben, durch reichliche Zuführung von Reportkapital eine Hausse zu begünstigen.

Verlauf eines börsenmässigen Termingeschäftes ist noch auf die einzelnen Arten des Zeitgeschäftes näher einzugehen.

Die Zeitgeschäfte zerfallen in solche mit beschränktem und unbeschränktem Risiko.

a) Zeitgeschäfte mit unbeschränktem Risiko.

Man unterscheidet an der Berliner Börse dreierlei Arten solcher Zeitgeschäfte:

1. Die gehandelten Quantitäten sind an einem bestimmten späteren Tag zu liefern (Kauf auf fixe Lieferung, Fixgeschäft)[1]. Diese Art von Zeitgeschäften sind die bei weitem am häufigsten vorkommenden. Die Terminkurse für Effekten beziehen sich ausschliesslich auf Geschäfte p. Ult. fix.

Seltener kommen die beiden andern Arten vor, nämlich:

2. Der Kauf auf tägliche Lieferung (Kauf p. Ult. täglich), dessen Eigentümlichkeit darin besteht, dass der Käufer bis zu einem bestimmten Termin an jedem beliebigen Tag die Lieferung verlangen („kündigen“) kann, jedoch erst am Endtermin die gehandelten Papiere abnehmen muss.

3. Der Verkauf auf Ankündigung (auch Verkauf p. Ult. täglich mit Ankündigung), bei welchem der Verkäufer bis zu einem bestimmten Termin an jedem beliebigen Tag die Abnahme verlangen („ankündigen“) kann, jedoch erst am vereinbarten Termin die Effekten liefern muss.

Endlich kommen auch noch Kombinationen der beiden letzteren Arten mit der ersteren in der Weise vor, dass vereinbart wird, dem Käufer bezw. Verkäufer solle das Recht der Kündigung bezw. Ankündigung erst einige Tage nach Abschluss des Vertrages zustehen (Geschäfte „p. Ult. fix und täglich“, „bezw. p. Ult. fix und täglich mit Ankündigung“).

b) Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko.

Das charakteristische Merkmal dieser Geschäfte ist, dass der eine Kontrahent auch im ungünstigsten Fall nie mehr als einen bestimmten Betrag verlieren kann, der sofort beim Abschluss des Kaufvertrages festgesetzt wird (Prämie, Reugeld). Die Prämie wird an einigen Börsen, wie Berlin und Paris,

[1] „Fixgeschäft“ nicht zu verwechseln mit „Fixen“, das à la baisse spekulieren bedeutet.

als eigentliches Reugeld betrachtet und ist nur dann zu entrichten, wenn der zum Rücktritt Berechtigte thatsächlich zurücktritt. An andern Börsen, wie in Wien, wird die Prämie als Vergütung für das Recht des Rücktritts angesehen und ist deshalb sogleich beim Abschluss des Geschäftes zu entrichten. Derjenige, welcher das Wahlrecht hat zwischen der Erfüllung des Vertrages und dem Rücktritt vom Vertrag gegen Entrichtung der Prämie, heisst Prämienzahler und geht ein beschränktes Risiko ein, während das Risiko seines Partners. des „Prämienziehers" unbegrenzt ist [1]).

Rechnet jemand auf eine Kurssteigerung in einem bestimmten Effekt, so kauft er eine gewisse Quantität p. Ultimo zu einem bestimmten Kurse und behält sich gleichzeitig das Recht vor, gegen Zahlung einer Prämie von dem Geschäft zurückzutreten, falls ihn seine Erwartungen getäuscht haben (Vorprämiengeschäft).

Erwartet dagegen jemand einen Kursrückgang in einem bestimmten Papier, so verkauft er einen bestimmten Betrag desselben p. Ult. zu einem festen Kurse und behält sich gleichzeitig das Recht vor, gegen Zahlung einer Prämie vom Vertrag zurückzutreten (Rückprämiengeschäft).

Durch eine Kombination des Prämiengeschäftes mit dem festen Lieferungsgeschäft entsteht der „Schluss auf fest und offen", bei welchem der eine Kontrahent sich das Recht vorbehält, einen bestimmten Teil der gehandelten Quantität nicht zu liefern oder nicht abzunehmen.

Die Vereinigung des Vor- und Rückprämiengeschäftes bildet das Stellgeschäft oder die Stellage, wobei dem einen Kontrahenten (dem Käufer oder „Wähler" der Stellage) das Recht zusteht, einen gewissen Betrag Effekten am Ultimo entweder zu einem verabredeten höheren Kurs abzunehmen oder zu einem ebenfalls vereinbarten niedrigeren Kurs zu liefern; hier ist er jedoch verpflichtet, eines von beiden zu thun.

---

[1]) Das Risiko des Prämienziehers ist zwar unbegrenzt, aber doch gemindert entweder um den Betrag der jedenfalls vom Käufer zu bezahlenden Prämie oder um die Kursdifferenz, die sich zwischen den mit Prämie und den auf feste Lieferung in einem Effekt abgeschlossenen Geschäften ergibt.

Zu den Geschäften mit begrenztem Risiko ist schliesslich auch das „Nochgeschäft“ zu rechnen. Bei diesem bedingt sich entweder der Käufer das Recht aus, eine gleiche Summe, wie die gehandelte Quantität, noch einmal oder mehreremal nachzufordern, oder der Verkäufer behält sich das Recht vor, den gehandelten Betrag noch ein oder mehreremal nachzuliefern.

Bei allen diesen Geschäften hat die Erklärung der Wahlberechtigten (Prämienerklärung, Prämienbeantwortung), von welchem der ihnen zustehenden Rechte sie Gebrauch machen wollen, vor dem Liquidationstag zu erfolgen.

Trotz der Begrenzung des Verlustes, welche den sämtlichen vorerwähnten Geschäften eigentümlich ist, haben sie eine formale Aehnlichkeit mit Glücksspielen und Wetten, eine Aehnlichkeit, die noch stärker hervortritt, wenn man in Betracht zieht, dass diese Geschäfte von vornherein keinen festen Kauf oder Verkauf einschliessen. Ob die Prämiengeschäfte aber wirklich mehr als feste Zeitgeschäfte für blosse Spielzwecke verwendet werden, ist hiermit nicht entschieden.

2. Der Liquidationskurs.

Alle per Ultimo abgeschlossenen Geschäfte werden zu einem bestimmten einheitlichen Kurs abgewickelt, dem Liquidationskurs. Derselbe ist in möglichst abgerundeten Zahlen ausgedrückt und fällt mehr oder weniger mit den Anfangskursen, zu welchen am Liquidationstag Zeitgeschäfte abgeschlossen werden, zusammen [1]). Die Festsetzung eines Liqui-

[1]) Für die Berliner Börse vollzieht sich diese Feststellung auf folgende Art. Zu Anfang jeden Jahres wird eine Kommission, bestehend aus drei Mitgliedern der Sachverständigenkommission der Fondsbörse, mit der Festsetzung der allmonatlichen Liquidationskurse ernannt. Die Mitglieder dieser Kommission entledigen sich ihrer Aufgabe in der Weise, dass sie am Liquidationstag um 12 Uhr bei den vereideten Maklern Umfrage halten über die Ultimokurse, zu welchen diese Termingeschäfte abgeschlossen haben. Da diese Thätigkeit einige Zeit beansprucht, erklärt es sich, dass bei den zuerst erfragten Papieren der Liquidationskurs sich fast ganz mit dem Anfangskurs des Liquidationstages deckt, während er sich bei den später erfragten Papieren mehr den späteren Kursen nähert. Nach diesen Erhebungen stellt die erwähnte Kommission den Liquidationskurs fest und veröffentlicht ihn sofort durch Aushang an der Börse. In Frankfurt a. M. erfolgt die Feststellung in ähnlicher Weise

dationskurses ist deshalb nötig, weil bei der langen Kette von Umsätzen, die im Laufe eines Monats stattfinden, diejenigen, welche Effekten zu beziehen haben, fast nie mit denjenigen abgeschlossen haben, welche ihnen dieselben schliesslich liefern müssen.

In allen Fällen aber, wo eine Lieferung überhaupt nicht erfolgt, sondern wo die Regulierung der Geschäfte durch Reportierung bezw. Prolongation geschieht, ist die Feststellung eines einheitlichen Liquidationskurses schon deshalb von besonderer Wichtigkeit, weil dadurch die Abrechnung und Buchführung bedeutend erleichtert und vereinfacht wird.

Wie in den Ausführungen über die Technik des börsenmässigen Terminhandels bereits erwähnt wurde, hat von der langen Reihe der Kontrahenten, welche in einem Effekt Zeitgeschäfte abgeschlossen haben, nur der erste Verkäufer dem letzten Käufer effektiv zu liefern. Der erstere liefert nun dem letzteren zum Liquidationskurs die Effekten, denn für sie besteht kein sonstiger Vertragskurs, da sie sich vor der Liquidation vielleicht gar nicht gekannt haben. Die Differenz zwischen dem Kurs, zu welchem der einzelne Spekulant sein Zeitgeschäft abgeschlossen hatte, und dem Liquidationskurs verrechnet jeder mit seinem Gegenkontrahenten.

3. Anstalten zur Abwickelung von Termingeschäften.

Anstalten, wie sie für den Waarenterminhandel in gewissen Artikeln die Erfüllung von Lieferungsverträgen gegen Einschusszahlung gewährleisten — sog. Liquidationskassen —, gibt es für den Terminhandel in Wertpapieren nicht. Die für diesen geschaffenen Einrichtungen haben nicht die Erleichterung des Abschlusses oder die Garantie der Erfüllung von Termingeschäften zum Zweck, sondern lediglich die Vereinfachung der Abwickelung bereits abgeschlossener Termingeschäfte. Die Anstalten, welche diesem Zweck dienen, sind in Deutschland zur Zeit der Börsenenquete: der Liquida-

durch das Syndikat der vereideten Wechselmakler, in Hamburg durch das Effektenliquidationsbureau der Wechslerbank, in Breslau durch die Börsenkommission, in München durch die Verwaltung des Kollektivscontros.

tionsverein in Berlin, das Kollektivscontro in Frankfurt a. M., das Effektenliquidationsbureau der Wechslerbank in Hamburg, der Saldierungsverein in Breslau und das Kollektivscontro in München.

Die Aufgabe dieser Institute ist folgende: Angenommen, 25 Stück Kreditaktien seien per Ultimo von A an B, von B hierauf an C, von diesem wieder an D verkauft, so hätte am Liquidationstag A dem B, dieser dem C und dieser endlich dem D die erwähnten Effekten in natura zu übergeben. Diesen unnötigen, zeitraubenden Umlauf der Wertpapiere erspart das Liquidationsbureau, indem es die von den einzelnen Händlern zu liefernden und zu beziehenden Effekten gegeneinander abrechnet, dem A die Adresse des D als des letzten Käufers zur direkten Lieferung gibt, während es den Zwischengliedern B und C überlassen bleibt, die unter sich und die mit A und D eingegangenen Geschäfte durch Zahlung der Differenz zwischen dem Liquidationskurs und ihrem Vertragskurs zu regulieren. Die Technik der Einrichtung besteht einfach darin, dass am Stichtag jedes Mitglied der Vereinigung einen Bogen einreicht, auf welchem die Saldi seiner Börsenengagements mit den andern Mitgliedern verzeichnet sind. Wenn diese Aufgaben richtig sind, muss sich die Summe der gekauften mit der Summe der verkauften Effekten decken, da jedem Käufer eines Stückes ein Verkäufer gegenüber stehen muss. Nach der Abrechnung der einzelnen Umsätze gegeneinander bleibt dem Liquidationsbureau nur noch die Aufgabe, dem ersten Verkäufer die Adresse des letzten Käufers mitzuteilen. Die Begleichung der Differenzen wird teils durch die Vereinigungen selbst, teils durch besonders hierzu bestimmte Bankhäuser vermittelt.

Der Umlauf von Wertpapieren in natura, welcher schon durch die Liquidationsbureaus auf ein geringes Mass reduziert ist, wird geradezu zu einer Seltenheit durch das von der Bank des Berliner Kassenvereins im Jahre 1882 geschaffene Giro-Effekten-Depot. Dasselbe dient nicht lediglich dem Terminhandel, sondern dem Effektenhandel überhaupt und ist nach dem Muster des Giroverkehrs der Reichsbank eingerichtet. Jeder Contoinhaber kann über sein Effektendepot mit drei Arten

von Checks verfügen. Mittelst des weissen Checks wird die Herausgabe von Wertpapieren in natura veranlasst; der rote Check dient zur Ueberschreibung von Effekten eines Contoinhabers an andre Contoinhaber, und mit Hilfe des grünen Checks werden Wertpapiere dem Depot des Eigentümers entnommen und für denjenigen, auf dessen Namen der Check lautet, aufbewahrt; er dient also der Vermittelung des Lombardverkehrs.

Das sind in grossen Zügen die zur Erleichterung der Abwickelung von Termingeschäften in Deutschland bestehenden Einrichtungen, welche sämtlich auf privater Vereinigung beruhen, ohne dass der Staat auf ihre Gründung und Verwaltung irgend welche Einwirkung geübt oder sich irgend welche Verdienste um deren Zustandekommen erworben hätte.

C. Die Objekte des Wertpapierterminhandels und die Börsen, an denen er besteht.

Die Zustände, welche wir zur Zeit der Börsenenquete vorfinden, sind folgender Art:

In Deutschland besteht Terminhandel in Wertpapieren auf dem „offiziellen Markt“ der Börsen von Berlin, Frankfurt a. M., Hamburg, Bremen und München. Ausserdem werden in Breslau durch die vereideten Makler Termingeschäfte nach den dort geltenden Usancen ausgeführt, auch Kurse hierfür festgestellt, aber nicht amtlich notiert[1]. Ferner findet in Königsberg ein ziemlich regelmässiger Zeithandel in russischen Noten ausserhalb der Börse statt[2], ausserdem in Dresden ein solcher von geringerem Umfang in Aktien der Dresdener Baugesellschaft und zwar auf dem freien Markt. In Augsburg, wo früher ebenfalls Terminhandel bestand, werden seit langer Zeit keine Zeitgeschäfte in Wertpapieren mehr abgeschlossen[3].

Einer ausdrücklichen Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel bedurfte es nur in Berlin, wobei wie bei der Zulassung von Papieren zum Handel verfahren wurde; es war

[1] „Die hauptsächl. Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 22.
[2] Ibid. S. 29.
[3] Ibid. S. 35.

nachzuweisen, dass sich bereits ein Terminhandel von genügendem Umfang entwickelt hat; das Börsenkommissariat prüfte die Angaben und Belege und konnte die amtliche Feststellung der Terminnotiz genehmigen oder ohne Angabe von Gründen verweigern. In Frankfurt, den Hansastädten und München war mit der Zulassung zum Handel zugleich die Genehmigung des Terminhandels ausgesprochen. Ebenso bedurfte es natürlich keiner Genehmigung des Terminhandels an solchen Börsen, wo überhaupt keine amtliche Notierung für denselben stattfand.

Es besteht also nur an grösseren Börsen ein Terminhandel von einiger Bedeutung, was seine Erklärung darin findet, dass für die Entwickelung dieses Handelszweiges neben einem schwankenden Preis ein grosser Markt unbedingte Voraussetzung ist.

Die Zahl der Wertpapiere, welche Gegenstand des Terminhandels geworden sind, beträgt nach den Erhebungen der Enquetekommission [1]) in Berlin (auf dem offiziellen Markt) 73, in Frankfurt a. M. 85, in Hamburg 44, in Bremen 6, in München 8.

Diese zur Zeit der Börsenenquete auf Termin gehandelten Effekten verteilen sich auf die einzelnen Gattungen wie folgt:

	Fonds		Lose	Noten	Bank-papiere	Industrie-papiere	Eisenbahn-papiere
	inländische	ausländische					
Berlin	2	19	1	2	12	11	26
Frankfurt	2	25	1	2	14	13	28
Hamburg	2	10	1	1	9	13	8
München	1	3	1	—	2	—	1

Die hauptsächlichsten dieser Wertpapiere, welche meist an sämtlichen drei erstgenannten grösseren Börsen auf Termin gehandelt werden, sind:

3 %ige Deutsche Reichs- und 3 %ige preussische Staatsanleihe, ferner österreichische, ungarische, russische, italienische, spanische, türkische, egyptische, serbische und mexikanische

[1]) Statistischer Anlageband S. 309 ff. Die hier von Gerichtsassessor Endemann zusammengestellten Erhebungen dienen den folgenden Ausführungen zur Grundlage.

Staatsschuldenverschreibungen, österreichische und türkische Staatsanlehensloose, russische Noten, die Aktien bezw. Anteile von 7 grossen deutschen und von 4 österreichischen Banken, ferner von 22 Eisenbahnen des In- und Auslandes und endlich die Anteile, bezw. Aktien 11 verschiedener Gesellschaften, wovon 5 den Bergbau, 2 den überseeischen Transport betreiben, während sich die übrigen 4 auf verschiedene Branchen verteilen (die Aktien der Anglo-Continentalen Guanowerke, des Bochumer Gussstahlvereins, der Nobel Dynamit Trust-Company und türkische Tabakaktien).

In sehr vielen dieser Papiere besteht ein internationales Termingeschäft, da sie zugleich an der Pariser oder Londoner Börse, zum grossen Teil an beiden zugleich gehandelt werden. Es sind dies:

a) Staatsanleihen:
deutsche, preussische, österreichische, ungarische, russische, italienische, spanische, türkische, egyptische, mexikanische;

b) Valuten:
russische Noten;

c) Aktien:
türkische Tabak-Regie-Aktien, italienische Meridionalbahn-Aktien, österreichische Südbahn-Aktien („Lombarden"), österreichisch-ungarische Staatsbahn-Aktien („Franzosen").

Die vorstehenden Ausführungen gelten nur für die zur Zeit der Börsenenquete bestehenden Zustände, in welchen seither mannigfache — hier unberücksichtigt gelassene — Veränderungen eingetreten sind.

D. Die technische Funktion des Wertpapierterminhandels.

Zur richtigen Beurteilung der Funktion, welche der Terminhandel in der Technik des Wertpapierhandels überhaupt erfüllt, vergegenwärtigen wir uns zunächst, wie sich der Geschäftsverkehr gestalten würde, wenn nur das ohne jede Kreditgewährung zu erfüllende Kassageschäft bestünde. Alsdann hätte der Verkäufer von Effekten dieselben alsbald, spätestens

einige Tage nach dem Geschäftsabschluss zu liefern, der Käufer hätte sie unverzüglich gegen Zahlung des vollen Kaufpreises in Empfang zu nehmen. Wie würde sich unter solchen Verhältnissen die Spekulation gestalten? Eine Baissespekulation, die auf einem gegenwärtigen Verkauf zu höherem und späterem Rückkauf zu niedrigerem Kurse beruht, wäre unmöglich, weil, wer als Verkäufer auftreten wollte, die Effekten bereits besitzen müsste, nicht erst später erwerben könnte, da ja alle Geschäfte sofort erfüllt werden müssen. Somit bliebe nur die Spekulation à la hausse. Wer eine Steigerung des Kurses eines Effektes erwartet, kauft hievon einen bestimmten Betrag, entrichtet den vollen Kaufpreis, verwahrt die Stücke, bis die erwartete Kurssteigerung eingetreten ist, und veräussert sie dann mit Gewinn. Der spekulative Wertpapierhandel könnte sich also nur vollziehen unter Festlegung bedeutenden eigenen Kapitales der Spekulanten und grossem Risiko und in einem Umfang, dessen äusserste Grenze der am Markte effektiv vorhandene Stückevorrat bilden würde. Die elementarste Form, in welcher der Kredit in diese einfachen Zustände einzugreifen vermöchte, ist das echte Lombardgeschäft, d. h. Entleihung einer Geldsumme unter gleichzeitiger Verpfändung von Wertpapieren, welche dem Geldverleiher als Sicherheit für das Darlehen dienen sollen. Die Spekulation à la baisse ist auch hier noch ausgeschlossen, dagegen erfährt diejenige à la hausse eine Weiterentwickelung: der Spekulant à la hausse kauft Papiere, lombardiert sie bei einem Kapitalisten, kauft mit der entliehenen Geldsumme wieder Stücke, die er wiederum lombardiert u. s. w.; ist die erwartete Kurssteigerung eingetreten, so kündigt er die aufgenommenen Kredite und verkauft die früher gekauften Effekten. Die Haussespekulation kann also grösseren Umfang annehmen, da sie durch das Dazwischentreten des Kredits nicht mehr allein von dem im Besitz der Spekulanten befindlichen Kapital abhängt. Begrenzt bleibt der Umfang der Spekulation in diesem Stadium immer noch von dem am Markte jeweils vorhandenen wirklichen Stückequantum, weil bei jedem Geschäfte dem Geldverleiher, „dem Hereinnehmer", Effekten in natura „hereingegeben" werden müssen, und zweitens von der Grenze, bis zu welcher

die Kapitalisten die lombardierten Wertpapiere beleihen würden; der Geldverleiher müsste nämlich bei jedem Lombardgeschäft einen gewissen Teil seines Vermögens festlegen in Wertpapieren, deren Kurse — besonders durch die fortwährend stattfindenden Realisationsgeschäfte anderer Spekulanten — schroffen Schwankungen unterworfen wären; für das hierin liegende Risiko müsste der „Hereinnehmer" ein Aequivalent suchen — einmal durch Festsetzung einer möglichst niedrigen Beleihungsgrenze, zum andern in der Anrechnung eines möglichst hohen Lombardzinsfusses, welcher in Wirklichkeit nur die Form darstellen würde, in welcher der Kapitalist eine Vergütung für seine Beteiligung an den Spekulationsgeschäften erhielte. Der Spekulation wären also auch noch in dieser Entwickelungsphase ziemlich enge Schranken gezogen, in welche erst durch Zuhilfenahme des sog. unechten Lombardgeschäftes[1]) eine weitere Bresche gerissen wird. Das Charakteristikum des unechten Lombards besteht darin, dass die bei der Pfandauslösung zurückgegebenen Stücke mit den ursprünglich hereingenommenen nicht identisch sein müssen; der Hereinnehmer wird also Eigentümer der bei ihm lombardierten Papiere und hat dieselben bei Kündigung des Kredites nicht in natura, sondern nur in genere zurückzugeben. Die Bewegungsfreiheit, welche sich nunmehr der Spekulation eröffnet, ist im Vergleich zu den vorigen Stadien eine ganz bedeutende: Zunächst ist die Baissespekulation erleichtert. Der Kapitalist, welcher von seinem Rechte Gebrauch macht, über die hereingenommenen Papiere weiter zu verfügen — was er natürlich nicht thun muss —, hofft zweifellos, er werde die Effekten, wenn der Lombardkredit gekündigt wird, zu einem niedrigeren Kurse zurückkaufen, und kann sich also eben dadurch, dass er über die hereingenommenen Effekten weiter verfügt, seinem à la hausse spekulierenden Hereingeber als Baissespekulant gegenüber stellen. Ausserdem kann aber nunmehr auch mit Kredit à la baisse spekuliert werden. Wie nämlich der „Haussier" Geld entleiht gegen „Hereingabe"

[1]) Vgl. besonders die klaren Ausführungen Webers in der „Deutschen Juristen-Zeitung" vom 1. Juni 1896 Nr. 11 S. 208 ff.

der per Kassa gekauften Stücke — in der Absicht, bei Eintritt der erhofften Kurssteigerung die lombardierten Effekten unter Kündigung des Lombarddarlehens mit Gewinn zu verkaufen — ebenso kann der Baissier Wertpapiere per Kassa verkaufen und die zur Erfüllung seines Geschäftes erforderlichen Stücke gegen bar von einem Stückebesitzer entleihen mit der Verpflichtung der Rücklieferung der Stücke in genere bei Kündigung des Kredits, wobei er hofft, die an Stelle der entliehenen dem Stückeverleiher zurückzuerstattenden Stücke billiger zurückkaufen zu können. Nun können sich die Funktionen, welche der Geldverleiher gegenüber dem Haussespekulanten und der Stückeverleiher gegenüber dem Baissespekulanten erfüllt, in einer Person vereinigen: in Bankhäusern, welche die unter Verleihung von Geld an die Haussiers hereingenommenen Stücke gegen Zahlung von Geld an die Baissiers hinausgeben.

Bedeutend weiter sind in diesem Stadium die Grenzen, welche dem Umfang der Spekulation gezogen sind: die Zahl der Umsätze ist von dem jeweils am Markte vorhandenen Stückevorrat unabhängiger geworden; denn ein und dieselbe Effektenquantität kann einer grossen Anzahl von Umsätzen dienen, weil der „Hereinnehmer" von der Pflicht realer Bereithaltung der Stücke entbunden ist. Aber die völlige Loslösung der Zahl der Umsätze vom Stückevorrat ist auch hier nicht gegeben, weil bei jedem Geschäft der Verkäufer täglich mit der Möglichkeit, sich die erforderlichen Stücke zu beschaffen, rechnen muss. Gegenüber der Haussespekulation anderseits besteht die Grenze darin, dass man die hereingegebenen Papiere möglichst nieder beleiht, einen möglichst hohen „Report" und über den Wert der lombardierten Papiere hinaus ein Unterpfand für Kreditwürdigkeit des Spekulanten — bestehend in Geld oder Wertpapieren — verlangt.

Von der Gestalt, welche die Spekulation in diesem Stadium der Entwickelung annimmt, bieten die Schilderungen, welche die Sachverständigen[1]) von der New Yorker Börse geben, ein

---

[1]) Z. B. Russell S. 419, 422; Winterfeldt S. 636 ff.; Baer S. 825; Salomon S. 1154; Sulzbach S. 1362—1365; Goldschmidt S. 1596.

überaus unerfreuliches Bild. Hier gibt es keinen Terminhandel, sondern nur täglich prolongierte Kassageschäfte. Die Prolongation erfolgt manchmal zu einem Report von $^3/_4$—1 %, d. h. bis zu 365 % im Jahre — also zu einem Zinsfusse, der, mit den bei uns üblichen Reportsätzen verglichen, ganz abnorm erscheint. Um die täglichen Erklärungen der Kontrahenten, ob sie weiter prolongieren wollen oder nicht, zu ersparen, bedient man sich der Makler. Diese stehen mit den grossen Banken, welche das Reportgeschäft betreiben, in Verbindung und prolongieren alle Geschäfte zu den ihnen von den Banken angegebenen Report- und Deportsätzen so lange, bis sie andre Instruktionen erhalten. Jeden Tag kann der eine wie der andre der Kontrahenten — die sich unter sich gar keinen Kredit gewähren — auf Erfüllung dringen und die Prolongation verweigern. So ist durch plötzliche Kündigung der Prolongation der Bankerott grosser Firmen herbeigeführt worden, die bereits wenige Stunden nach der Exekution in der Lage gewesen wären, zu erfüllen. Für kleine Spekulanten, denen nicht der Kredit grosser Firmen zur Verfügung steht, sind die Gefahren noch schlimmer. Die Verhältnisse des Marktes sind äusserst unstät, die Kurse der Papiere sind den schroffsten Schwankungen ausgesetzt.

Was uns also hier in die Augen fällt, ist neben der manchmal wucherischen Ausbeutung, welche der Spekulant seitens des Kapitalisten erfährt, hauptsächlich die Kürze der Frist, für welche Kredit gewährt wird. Gegenüber diesem — auf einer rohen Stufe des Kreditwesens ruhenden — Zustand bedeutet der Terminhandel einen bedeutenden Fortschritt in der Technik der Kreditgewährung. Die Kontrahenten können sich nicht mehr täglich „aus dem Engagement werfen“, sondern sind beiderseits erst zu einem festen, späteren Termine zur Erfüllung verpflichtet und gewähren sich somit für diese Frist Kredit. Erst zu diesem Termine braucht der auf Kredit spekulierende Haussier um Beschaffung des Geldes, der Baissier um Beschaffung der Stücke besorgt zu sein. Sehr oft fällt diese Sorge überhaupt weg, weil sich noch vor dem Erfüllungstermine Gelegenheit bietet, durch Abschluss eines Gegengeschäftes das ursprüngliche Geschäft zu „realisieren“, da die

erhoffte Kursveränderung noch vor Ultimo (bezw. Medio) eingetreten ist. Nicht mehr für jeden einzelnen Tag, sondern nur wenn bis zum Liquidationstag die erwartete Kursbewegung noch nicht oder nicht in dem gewünschten Masse stattgefunden hat, wird die Prolongation durch Hereingabe oder Entleihen von Stücken nötig. Dadurch und weil die Prolongation nicht mehr auf einen Tag, sondern auf den ganzen Zeitraum bis zum nächsten Stichtag verlegt ist, wird die Abhängigkeit der Spekulanten vom Kapital bedeutend verringert und die Gefahr halsabschneiderischer Kündigungen geradezu ausgeschlossen; die Gleichheit der Abschlusssummen und die Gleichheit des Abschlusstermines ermöglichen die jederzeitige Realisation eines Geschäftes, das am Liquidationstag übliche Verfahren der Skontrierung löst die Zahl der möglichen Umsätze fast völlig von dem vorhandenen Stückevorrat los, der Markt wird stabiler, das Risiko geringer, die Benutzung des Spekulationskredites wird mit der Ausgestaltung eines geregelten Report- und Deportgeschäftes eine stetigere, gleichmässigere, die grossen plötzlichen Kurven der durch die Kassaspekulation herbeigeführten Kursschwankungen werden durch kleinere häufigere ersetzt, kurz, die schlimmen Wirkungen der Kassaspekulation sind im Termingeschäft nach jeder Richtung hin gemildert. Der Terminhandel stellt somit nicht die einzige, wohl aber die vollkommenste Form der Kreditspekulation dar.

E. Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Terminhandels in Banknoten und Effekten nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen.

Haben wir nun auf deduktivem Wege nachzuweisen gesucht, dass der Terminhandel nichts andres bedeutet als die bis jetzt vollkommenste Form der Kreditspekulation, und dass er deshalb mit der Weiterbildung des Kreditwesens, sowie der Erreichung einer höheren Wirtschaftstufe überhaupt durchaus im Einklange steht, so sollen nunmehr die in der Enquete behandelten Wirkungen desselben erfahrungsgemäss geprüft werden. Die Erörterung dieser Frage ist um so wichtiger,

als die Existenzberechtigung des Wertpapier-Terminhandels seitens der Gesetzgebung der verschiedenen Länder und der Fachlitteratur bis auf den heutigen Tag mehrfach in Frage gestellt wurde.

Zur richtigen Würdigung des Wertpapierterminhandels muss vor allem auf die Verschiedenheit der Bedeutung der Spekulation in Wertpapieren und derjenigen in Waren hingewiesen werden [1]).

Die Aufgabe der letzteren besteht darin, mittelst einer Wahrscheinlichkeitsschätzung der künftigen Marktverhältnisse die Warenzufuhr möglichst zweckmässig der Zeit nach zu verteilen und zu leiten. Die Warenspekulation befasst sich einerseits mit solchen Waren, deren Erzeugung periodisch wiederkehrt und hinsichtlich ihrer Quantität von unberechenbaren Naturfaktoren beeinflusst wird, anderseits mit solchen, die fortwährend hergestellt werden, und zwar in einer Quantität, die sich schliesslich der Nachfrage anpasst. Die Waren der ersteren Art, also namentlich Rohstoffe und dem unmittelbaren Konsum dienende Bodenprodukte, werden um so mehr Gegenstand der Spekulation, und die volkswirtschaftliche Funktion dieser Spekulation wird um so wichtiger, je allgemeiner und unabweisbarer das Bedürfnis nach den betreffenden Produkten ist. Die Spekulation entledigt sich ihrer Aufgabe — der richtigen zeitlichen Verteilung des jährlich schwankenden Ernteergebnisses [2]) — teils dadurch, dass sie von den reich-

---

[1]) Vgl. hierzu Lexis, „Handel“ in Schönbergs Handbuch d. polit. Oekonomie Bd. II S. 875.

[2]) Die Lösung dieser grossen volkswirtschaftlichen Aufgabe ist selbstverständlich nicht das Motiv des einzelnen Spekulanten. Er wird von rein privatwirtschaftlichen Interessen geleitet. Wenn eine schlechte Ernte zu erwarten ist, so hält er seinen Vorrat fest oder schliesst neue Käufe ab, nicht etwa, weil er verhindern möchte, dass die heimische Volkswirtschaft in der Zukunft Mangel an den betreffenden Produkten habe, sondern weil er hofft, in Zukunft recht hohe Preise für seine Ware zu erhalten. Erscheint ihm der Preis entsprechend hoch, so wird er die Ware verkaufen, noch ehe er sie in natura besitzt, und lediglich die Differenz der Preise als Gewinn einstecken. Indem er in dieser Weise sein privatwirtschaftliches Interesse verfolgt, trägt er zur Lösung der volkswirtschaftlichen Aufgabe der Spekulation bei.

lichen Ernten guter Jahre einen Teil zur Deckung des Ausfalles in Zeiten des Mangels aufspeichert, teils dadurch, dass sie, wenn solche Vorräte nicht vorhanden sind, rechtzeitig eine sparsame Beschränkung der Konsumtion durch die Preisgestaltung herbeiführt. Ganz anders verhält es sich jedoch mit den Wertpapieren. Die Spekulation befasst sich hier vor allem nicht mit Objekten, welche der Versorgung der Gesellschaft mit nötigen oder nützlichen Gebrauchs- und Verzehrungsgegenständen dienen, sondern dient nur dem Wechsel der Vermögensanlage. Die Objekte des Warenterminhandels werden fortwährend neu hervorgebracht, die des Effektenterminhandels dagegen sind — abgesehen von Neuemissionen, welche als besondere Operation an andrer Stelle zu behandeln sind — in festbestimmten Beträgen vorhanden. Die Waren, in welchen Terminhandel besteht, werden einmal endgültig in den Besitz irgend eines Konsumenten gebracht; von den Effekten dagegen, welche Gegenstand des Terminhandels sind, wird nur ein Teil zum Zwecke der dauernden Kapitalsanlage erworben; daneben gibt es genug Fälle, in welchen um der Differenz der mutmasslichen künftigen und gegenwärtigen Preises willen fortwährende Käufe und Verkäufe auf Grund von Schätzungen des künftigen Preises zwischen Spekulanten abgeschlossen werden. Ein Wertpapier bleibt dann auf der Oberfläche des Börsenverkehrs „schwimmend".

Welches ist nun nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen der volkswirtschaftliche Nutzen des Wertpapierterminhandels?

a) Nicht immer will der Terminhandel aus der Differenz künftiger und gegenwärtiger Preise Gewinn ziehen, sondern unter Umständen soll der Gewinn erzielt werden aus der Differenz gegenwärtiger Preise an verschiedenen Orten, d. h. der Terminhandel dient den Zwecken der Arbitrage.

Wenn beispielsweise italienische Rente in Rom $^1/_4$ % höher im Kurse steht als in Paris, so greifen sofort die Arbitrageure ein, kaufen dieses Papier in Paris und verkaufen es in Rom, solange bis die Differenz ausgeglichen ist. Im blossen Kassageschäft wären solche Operationen bei kleinen Preisverschiedenheiten erschwert, ja vielfach unmöglich gemacht durch die

Verschiedenheit der Lieferungsbedingungen[1]) der verschiedenen Börsen, durch die Transportverhältnisse und endlich durch die Grösse des hierzu ohne Terminhandel erforderlichen Kapitals.

Die preisnivellierende Thätigkeit der Arbitrage bei entwickeltem Effektentermingeschäft geht so weit, dass die zu derselben Zeit an verschiedenen Orten festgestellten Preise der im internationalen Terminhandel befindlichen Papiere fast ganz übereinstimmen. Die Feststellung eines Weltpreises für Gegenstände des Welthandels — beruhend auf dem internationalen Ausgleich von Angebot und Nachfrage [2]) — bildet einen unbestreitbaren volkswirtschaftlichen Vorteil. Derselbe darf jedoch nicht überschätzt werden. Einmal darf man mit Lexis [3]) annehmen, dass diese Termingeschäfte, welche den Ausgleich gegenwärtiger Preise zur Folge haben, bei weitem keinen so grossen Umfang haben würden, wenn die Spekulation auf die Zukunft nicht so ausserordentlich entwickelt wäre. Anderseits wäre der jetzt mit Hilfe des Terminhandels erzielte Erfolg auch im Kassageschäft — allerdings mit grösserem Kapitalaufwand — zu erreichen, wenn die Lieferungsbedingungen der verschiedenen Börsen eine den Transportverhältnissen entsprechende internationale Regelung erführen [4]).

b) Der Terminhandel in ausländischen Valuten und Staatsrenten bildet für Handel und Industrie eine Versicherung gegen Verluste, welche diesen Interessen aus Valutaschwankungen entstehen könnten. Daher kommt es auch, dass fast nur in Werten dieser Art Geschäfte auf fernere Termine als auf

---

[1]) In Amsterdam hat der Verkäufer das Recht, die verkauften Papiere erst nach 21 Tagen zu liefern, der Transport in New York gekaufter Papiere nach dem Kontinent nähme mindestens 8—10 Tage in Anspruch; in London, wo nur Termingeschäft besteht, ist für sofortige Lieferung eine besondere „Fasson“ zu zahlen (Kopetzky S. 77).

[2]) Diese an sich recht unbrauchbaren Schlagworte werden hier nur der Kürze halber als Kollektivbegriffe für die verschiedenartigen Preisbestimmungsfaktoren beibehalten.

[3]) Schönbergs Handbuch d. polit. Oekonomie Bd. II S. 879 Anm. 93.

[4]) Vgl. auch Baron, „Die Börsenenquete“ S. 62: „Man vergesse doch nicht, dass das Effektivgeschäft die Abrede einer späteren Lieferung durchaus zulässt.“

den nächsten Ultimo vorkommen. Bezüglich der Leute, welche sich zu diesem Zwecke des Terminhandels bedienen, kann man die paradox klingende Behauptung aufstellen, dass sie sich der entwickeltsten Form der Spekulation bedienen, um nicht spekulieren zu müssen.

Wer beispielsweise Getreide, Flachs, Holz u. s. w. aus Russland oder der österreichisch-ungarischen Monarchie zu einem bestimmten Zeitpunkt eingekauft und zu einem späteren zu bezahlen hatte, musste sich, so lange starke Kursschwankungen im Werte des Papiergelds dieser Länder vorkamen, gegen die Schwankungen der Valuten dadurch sichern, dass er russische oder österreichische Noten auf Zeit kaufte. Ebenso musste der Fabrikant, welcher Lieferungen nach Ländern mit schwankender Währung übernommen und später dafür Zahlung in der fremden Währung zu erwarten hatte, seine Forderungen auf Zeit verkaufen; denn ein für ihn gewinnreiches Geschäft könnte ihm Schaden bringen, wenn die fremde Valuta in der Zwischenzeit bedeutend im Kurse sich verschlechtert.

Wenn man hier einwendet, der internationale Zahlungsverkehr könne ebensogut durch geeignete Wechseloperationen geregelt werden, so übersieht man, dass dies nur mit grösseren Schwierigkeiten und grösserem Risiko geschehen könnte [1]. Einmal wird es nicht leicht sein, stets Wechsel mit passender Verfallzeit am Markte zu finden, ferner fiele dem Fabrikanten und Warenhändler die Beurteilung der Güte ausländischer Wechsel als lästige Aufgabe zu, die ihm dadurch noch mehr erschwert wird, dass er nicht weiss, wie der Gläubiger, dem die Wechsel remittiert werden sollen, deren Güte beurteilen wird.

Der durch den Handel und die Industrie herbeigeführte internationale Zahlungsverkehr erfolgt schliesslich allerdings grossenteils durch Tratten, sowie durch gegenseitige Zahlungsanweisungen in- und ausländischer Bankhäuser. Aber die Banken bedürfen selbst wieder geeigneter Zahlungsmittel, um ihre Verbindlichkeiten unter sich auszugleichen. Die Edelmetall-

[1]) Vgl. Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 1894. Band VI S. 625 ff. (Lexis).

bewegung ist gehemmt durch Rücksichten auf die heimische Diskonto- und Bankpolitik, somit bleiben ihnen als Zahlungsmittel oft nur die auf Termin gehandelten ausländischen Banknoten, das ausländische Papiergeld und die im internationalen Terminhandel verwendeten Wertpapiere. Von diesen kommen in erster Linie die Staatsrenten in Betracht, da die Summen, in welchen sie ausgegeben sind, meist gross genug sind, um solche Papiere zugleich an verschiedenen Börsen einzuführen. So wird, wie bereits erwähnt, Deutsche Reichs- und preussische Staatsanleihe ausser an deutschen Börsen jetzt auch in London auf Zeit gehandelt; russische, italienische, österreichische und ungarische Rentenpapiere sind in Berlin, Frankfurt, London und Paris zugleich Gegenstand eines lebhaften Zeithandels, und man darf wohl mit den Sachverständigen annehmen, dass dieser Terminhandel durch das Bedürfnis nach internationalen Zahlungsmitteln hervorgerufen, mindestens aber zu seiner heutigen Bedeutung gebracht wurde, wenn auch immerhin bei dem einen oder andern Papiere andre Faktoren ursprünglich mitgewirkt haben mögen.

Des weiteren werden auch eine Reihe von Aktien, welche an deutschen, englischen und französischen Börsen zugleich auf Termin gehandelt werden, in gleicher Weise wie die erwähnten Rentenpapiere als Hilfsmittel des internationalen Zahlungsausgleiches benutzt. Aber auch bei Betrachtung dieser Funktion des Terminhandels darf nicht übersehen werden, dass bei weitem nicht alle Termingeschäfte in ausländischen Valuten und Staatsschuldverschreibungen durch Bedürfnisse des internationalen Zahlungsausgleiches, sondern zu einem sehr grossen Teil durch die Spekulationslust hervorgerufen werden. So sind russische Noten Gegenstand einer lebhaften Spekulation gewesen. Bekanntlich hat der russische Finanzminister Witte versucht, diese Spekulation durch Massregeln zu bekämpfen, welche den Zeithandel in russischen Noten bedeutend eingeschränkt und im Laufe der Zeit fast ganz unterbunden haben [1]).

---

[1]) Der Jahresbericht der Berliner Aeltesten von 1893 sagt bereits: „Grosse Portefeuilles von russischen Wechseln, gegen die zur Sicherung

Ebenso wird der Handel in österreichisch-ungarischer Valuta bedeutungslos werden, sobald dort die Durchführung der Goldwährung gelungen sein wird. Statt dessen wendet sich neuerdings die Spekulation mit grösserem Interesse italienischen Werten zu.

c) Der volkswirtschaftliche Nutzen des Wertpapierterminhandels soll ferner angeblich darin bestehen, dass durch sein Vorhandensein der Ankauf von Papieren zum Zweck einer wirklichen Anlage und der Verkauf zum Zweck der Beschaffung flüssiger Mittel erleichtert wird, insofern, als mit Hilfe des Terminhandels später fällige Geldsummen bereits heute in Wertpapieren angelegt werden können, und umgekehrt Wertpapiere zum heutigen Kurs zu einem späteren, dem Besitzer geeigneter erscheinenden Termin veräussert werden können [1]).

Dieses Argument zum Nachweis des volkswirtschaftlichen Nutzens des Wertpapierterminhandels ist nicht besonders wirksam. Denn zur Erreichung dieses Zieles bedarf es gar nicht des börsenmässigen Terminhandels und seiner hochentwickelten Technik; im Gegenteil, das einfache Lieferungsgeschäft erscheint hierzu geeigneter, weil es der freien Vereinbarung der Kontrahenten auch die Bestimmung des Lieferungstermines und der Abschlusssummen überlässt, während der börsenmässige Terminhandel gewöhnlich nur Geschäfte per Ultimo des laufenden Monats und auf feste Mengeneinheiten zulässt. Ferner sind die meisten Kapital- und Effektenbesitzer gar nicht in der Lage, vom Terminhandel zu dem oben erwähnten Zwecke Gebrauch zu machen, da von den etwa 1400 an der Berliner Börse eingeführten Wertpapieren nur ca. 50 auf Zeit gehandelt werden. Ausserdem trifft das Argument

---

des Kursrisikos russische Banknoten auf Zeit verkauft zu werden pflegen, konnten nicht mehr gehalten werden, weil auf die Herschaffung der Banknoten zum Lieferungstermin nicht wie früher mit Sicherheit gerechnet werden konnte."

Der russische Finanzminister erblickte in der Stabilität des Rubelkurses die Vorbedingung für die Valutaregulierung und schritt daher durch eine mit Hilfe einiger Berliner Grossbanken erfolgreich durchgeführte enorme „Schwänze" gegen die Baissespekulation in Rubelnoten ein.

[1]) Vgl. z. B. Kopetzky S. 77, Russell S. 419 u. a.

nicht zu bei denjenigen Provinzialbörsen, an welchen Terminhandel überhaupt nicht besteht, während die Zahl der dort gehandelten Lokalpapiere, wie die täglich sich vollziehenden Umsätze ziemlich bedeutend sein können.

d) Als weiterer Vorteil des Wertpapierterminhandels wurde von den vor der Enquetekommission vernommenen Sachverständigen die Thatsache erwähnt, dass er die Grundlage des Reportgeschäftes bilde [1]). Dasselbe sei für Grosskapitalisten und Banken zur vorübergehenden Anlage flüssiger Kapitalien ein sehr sicherer und gewinnbringender Geschäftszweig. Da der Reportierungszinsfuss in der Regel höher ist als der Wechseldiskont, so biete das Reportgeschäft den Banken die Möglichkeit, ihren Kunden — besonders in Zeiten mit niedrigem Zinsfuss — einen verhältnismässig hohen Zins für ihre Bareinlagen zu gewähren. Ausserdem übe das Reportgeschäft vermöge seines internationalen Charakters gleichzeitig einen günstigen Einfluss auf die gleichmässigere Gestaltung des Zinsfusses in den verschiedenen Ländern und trage so zur Verhütung von Krisen oder wenigstens zur Abschwächung ihrer gefährlichen Wirkungen bei.

Diese günstige Wirkung des Terminhandels durch das Reportgeschäft ist nicht in Abrede zu stellen, aber sie hat eine soziale Kehrseite, die man nicht übersehen darf: Das Reportgeschäft besteht darin, dass der Kapitalist dem besitzlosen oder wirtschaftlich zu schwachen Spekulanten das Geld zur Abnahme der gekauften Stücke leiht, ihm so die Fortsetzung der Spekulation ermöglicht und dafür einen sicheren Gewinn als Report erhält [2]). Die Wahrheit dieses Satzes kann nicht durch den Hinweis entkräftet werden, dass auch grosse Bankhäuser Effekten in Kost geben, um sich dadurch die zur Kreditgewährung an ihre Klientel erforderlichen Mittel zu verschaffen [3]).

---

[1]) So Winterfeldt, Stenogr. Ber. S. 438 u. a.

[2]) Vgl. auch Baron, „Die Börsenenquete" S. 56.

[3]) Die Reportgeschäfte der Bankhäuser dienen fast nie der Prolongation von ihnen eingegangener Börsengeschäfte, sondern meist lediglich der Geldbeschaffung. Der Darlehensnehmer verkauft einen Betrag Effekten an den Darlehensgeber auf den Termin, zu welchem er Geld

Gemildert wird diese ungünstige Wirkung des Reportgeschäftes durch zweierlei. Einerseits fliesst der von kapitalschwachen Spekulanten gezahlte Report teils als Zins für Bardepositen, teils als Dividende von Aktiengesellschaften, schliesslich wieder der breiten Schicht der mittleren Bevölkerungsklassen, den Inhabern von verzinslichen Depositen und den Kontokorrentkunden zu, anderseits werden die Reportsätze vielfach dadurch verbilligt, dass Börsenspekulanten, nämlich Baissiers, welche nur die Beschaffung der Stücke im Auge haben, die Reportierung zu niedrigem Satze bewirken [1]).

Bei allem, was über das Reportgeschäft gesagt wurde, ist aber vor allem ein sehr wichtiger Punkt übersehen, nämlich, dass das Reportgeschäft nichts dem Terminhandel speziell, sondern etwas der Kreditspekulation überhaupt Eigentümliches ist, welch letztere sich ebensowohl des Kassageschäftes bedienen kann.

e) Als weiterer Vorzug des Terminhandels wird angeführt, er erweitere den Markt. Bei der ungeheuren Ausdehnung welche die Kapitalanlagen in Wertpapieren in neuerer Zeit angenommen haben, ist das Vorhandensein eines lieferungs-, aber auch kauffähigen Marktes ein unzweifelhafter volkswirtschaftlicher Vorteil. Ein solcher Markt ist um so leistungsfähiger, je leichter und bequemer sich hier Käufe und Verkäufe jeder beliebigen Quantität von Wertpapieren vollziehen können, und je grösser die Zahl der hier verkehrenden Käufer und Verkäufer ist. Diese Vorteile bietet der Terminmarkt in hohem Grade [2]). Seine verfeinerte Technik ermöglicht es vielen, als Käufer aufzutreten, ohne dass sie den Kaufpreis besitzen, und als Verkäufer, ohne dass sie die Effekten besitzen. Der bequemen Form der Eingehung eines Termingeschäftes entspricht eine ebenso einfache und leichte Art der Abwickelung, bei welcher das allenthalben als Zeichen eines hochentwickelten

---

braucht, und kauft sie gleichzeitig zu einem späteren Termin zurück. Vgl. „Salings Börsenpapiere“ (R. Siegfried) 1892 Bd. I S. 151.

[1]) Ibid. S. 151 ff.

[2]) Bei Einführung eines Effektes in den Terminhandel macht sich häufig die Thatsache, dass dem betreffenden Papier hierdurch grössere Absatzfähigkeit geschaffen ist, sofort in einer kleinen Kurserhöhung bemerkbar. Stenogr. Ber. Bär S. 825, Wiener S. 1075 u. a.

Handelsverkehres geltende Prinzip verwirklicht ist, den grösstmöglichen Güterverkehr mit dem geringstmöglichen Aufwand von Barmitteln und Güterbewegung zu erzielen. Wird nun diese Erweiterung des Marktes durch Einführung des Terminhandels einem durchaus guten Anlagepapier zu teil, so erleichtert sie die solide Kapitalanlage, wie die Kreditvermittelung. Mit Recht wünschen daher die Sachverständigen [1], es möge sich in Deutscher Reichs- und preussischer Staatsanleihe ein lebhafteres Zeitgeschäft entwickeln, damit auch grosse, nur auf kurze Zeit anzulegende Summen dieser Papiere ohne wesentliche Kursverluste gekauft und wieder veräussert werden können. „Ich verweise," sagt der Sachverständige Kopetzky, „auf das Beispiel von Frankreich, wo ganz vorübergehende Anlagen in Renten gemacht werden, weil man sicher ist, soweit man überhaupt sicher sein kann, das Geld, das man in solchen Werten angelegt hat, auch sehr schnell wieder flüssig machen zu können."

Aber diese Erhöhung der Absatzfähigkeit ist unter den bestehenden Verhältnissen auch Papieren von minder grosser Sicherheit zu teil geworden [2]. So sind z. B. manche Bergwerksaktien Gegenstand des Terminhandels geworden. Die grossen Bergwerksgesellschaften sind meist dadurch entstanden, dass mehrere kleine Zechen zu einer Unternehmung vereinigt wurden und das zur Abfindung der früheren Besitzer erforderliche Kapital successive aufgebracht wurde. Aus diesem Grunde hat z. B. das Kapital der Harpener Bergwerksgesellschaft fortwährende Erhöhungen erfahren; die finanzierenden Bankhäuser deckten sich gegen das grosse Risiko, das sie übernommen hatten, durch vorsichtige, fortwährende Begebung der Aktien im Wege des Terminhandels. Ebenso verfuhr man bei Unterbringung von österreichischen, italienischen, serbischen und mexikanischen Anleihen. Die durch den Terminhandel geschaffene Erweiterung des Marktes hat also neben der Unterbringung solider Papiere auch der notdürftigen Placierung

---

[1]) Kopetzky S. 83 u. a.

[2]) Vgl. Alexander S. 451 ff., Basch S. 989, Kussel S. 1464, Bamberger S. 664, Wiener S. 1844 u. a.

riskanterer Werte gedient. Die Emissionshäuser gehen dabei mit grosser Vorsicht vor, wachen ängstlich darüber, dass nicht durch plötzliches Angebot der Kurs gedrückt werde und stossen ihre Vorräte durch Zeitgeschäfte unmerklich ab. Die Spekulation nimmt das neue Papier vorläufig auf, und dasselbe flottiert am Markte, bis es im Laufe der Zeit entweder in feste Hände übergeht oder wegen der grossen „Marge“ seiner Bewegung zum beliebten Spielobjekt wird, wie es z. B. bei den Aktien von Bergwerken, deren ungewisse Erträgnisse naturgemäss grosse Kursschwankungen der Papiere zur Folge haben, der Fall ist.

Ziehen wir das Fazit aus der Betrachtung der bisherigen Ausführungen, mit welchen die in der Enquete vernommenen Börsenleute den volkswirtschaftlichen Nutzen des Wertpapierterminhandels darzuthun suchten, so ergibt sich folgendes:

Ein Bruchteil — wie gross derselbe ungefähr ist, bleibt auch nach der Börsenenquete unbekannt — der Termingeschäfte, welche in internationalen Terminpapieren abgeschlossen wurden, diente der Arbitrage, ein weiterer Bruchteil — dessen ungefähre Grösse ebenfalls nicht ermittelt ist — diente der Kursversicherung gegen Valutaschwankungen, und endlich hat der Terminhandel zuweilen Anwendung gefunden zur Erleichterung der Emission gewisser Papiere. Weitere Fälle, wo der Terminhandel ein „wirtschaftliches Bedürfnis“, wie in der Enquete gefragt war, erfüllte, sind in den Sachverständigenvernehmungen nicht angegeben. Somit war — wenigstens nach den Ergebnissen der Enquete — das Motiv, das allen übrigen Zeitgeschäften in Wertpapieren zu Grunde lag, blosse Spekulation auf ein künftiges Steigen oder Fallen der Kurse. Die Papiere, in welchen ein dauernder Terminhandel aus andern Bedürfnissen als denen der Spekulation möglich wäre, sind demnach nur ausländische Valuten und internationale Terminpapiere; der Kreis der Personen, welche „berufsmässig“ Termingeschäfte abzuschliessen haben, besteht nur aus Arbitrageuren und Leuten, welche im Zahlungsverkehr

mit Ländern mit schwankender Valuta stehen. Die berufsmässigen Börsenleute selbst schliessen, von den vorerwähnten Fällen abgesehen, keine Zeitgeschäfte für eigene Rechnung ab, oder sollten dies nach Ansicht der vernommenen Geschäftsleute wenigstens nicht thun; soweit es dennoch geschieht, ist es nur bei den unreellen Elementen der Fall, welchen die übrigen Börsenleute „nur mit Vorsicht“ Kredit geben. Die Mehrzahl der bisher abgeschlossenen Zeitgeschäfte in Wertpapieren waren also nicht berufsmässige Operationen von Börsenleuten, sondern Spekulationsgeschäfte, an denen sich Angehörige der verschiedensten Berufsarten und Stände beteiligten. Ein Sachverständiger [1]) sagt geradezu: „Wenn das Publikum nicht mitgeht, ist die Börse Null.“

Wenn aber auch das Motiv bei der Mehrzahl der Zeitgeschäfte in Wertpapieren, besonders der sog. Differenzgeschäfte, Spekulation ist, so darf man doch, wie schon früher betont, diese beiden Begriffe nicht als identisch betrachten und muss immer im Auge behalten, dass der Terminhandel nur die Form ist, in welcher die Spekulation sich bei uns geäussert hat, neben welcher jedoch noch andere Formen in Betracht kommen können. Man darf infolgedessen das, was von der Wertpapierspekulation überhaupt gilt, nicht als etwas dem Wertpapierterminhandel speziell Eigentümliches hinstellen. Wollte die Enquete in dieser Beziehung Klarheit schaffen, so war erstens zu untersuchen: welches sind die Wirkungen der Wertpapierspekulation überhaupt, gleichviel in welcher Form sie sich äussert, und zweitens, welches sind die dem Wertpapierterminhandel speziell eigentümlichen Wirkungen. Wenn man zu einem richtigen Resultat kommen wollte, war eine solche Unterscheidung unbedingt erforderlich. Ihr Fehlen macht sich vielfach in den in der Enquete gepflogenen Erörterungen über den Terminhandel bemerkbar. Daher sind wichtige Fragen, welche nach der Enquete klargestellt sein könnten, noch heute umstritten, vor allem die Frage nach dem Einfluss des Terminhandels auf die Preisgestaltung. Weitaus die Mehrzahl der in der Enquete ver-

---

[1]) Sulzbach S. 1363.

nommenen Sachverständigen neigte nach ihren Erfahrungen zu der — auch in der Wissenschaft als richtig geltenden — Ansicht hin, der Terminhandel führe eine gleichmässigere Preisgestaltung herbei in der Weise, dass statt plötzlicher grosser Kursschwankungen häufige kleine Preisveränderungen einträten. Um dies zu beweisen, wird gewöhnlich folgendermassen argumentiert: Auf dem Kassamarkt kann ein verhältnismässig geringes Angebot schon einen Kursrückgang, eine geringe Nachfrage schon eine Kurssteigerung zur Folge haben, weil der Kreis der Käufer und Verkäufer bedeutend kleiner ist, als im Terminhandel [1]). Im Terminhandel dagegen ruft gesteigerte Nachfrage sofort gesteigertes Angebot hervor und umgekehrt, weil jeder Käufer und Verkäufer das Risiko seines Geschäftes durch die entgegengesetzte Operation wieder leicht von sich abwälzen kann. Geht die Bewegung à la hausse, so werden sich fortwährend Spekulanten mit Realisierung ihres Gewinnes zurückziehen, d. h. es werden täglich einige der früheren Käufer nunmehr Verkäufe abschliessen und dadurch retardierend auf die weitere Entwickelung der Hausse wirken. Ebenso verhalte es sich bei den Spekulationen à la baisse. Ein Teil der Baissiers werde sich täglich durch Käufe decken; dadurch werde täglich die Stärke der Baisse gemildert, und so würden sprungweise Kursrückgänge vermieden [2]). Diese deduktive — an sich eineinleuchtende — Beweisführung hat die Börsenkommission zu stützen gesucht durch eine graphische Darstellung der Kursbewegung von fünf Effekten, und zwar dreier Terminpapiere (Diskontokommanditanteile, Harpener Bergwerksaktien und Ostpreussische Südbahnaktien) und zweier Spekulationspapiere

---

[1]) So sagt der Sachv. Bamberger (S. 659): „Ich erinnere mich aus dem Jahre 1873, wo Diskontokommandit amtlich noch nicht per Ultimo gehandelt wurden, dass an einem Tage durch Zusammenfluss von Verkaufsorders der Kurs 50 % niedriger war als am Tage vorher. Diese Erscheinung hätte nach meiner Erfahrung sich niemals ergeben können, wenn Terminhandel schon damals vorhanden gewesen wäre.“ Vgl. ferner die Aussagen des Sachv. Winterfeldt (S. 442) bezüglich der Aktien der Maschinenbaugesellschaft Schwartzkopff.

[2]) Vgl. Stenogr. Ber. Lexis S. 3534, Winterfeldt S. 432 u. a.

des Kassamarktes (Aktien der Patzenhofer-Brauerei und der Berliner Maschinenfabrik Schwarzkopff) während des Zeitraumes von 1886—1892.

Leider ist in dieser Darstellung nur die Kursbewegung von Monat zu Monat angegeben, während es für den vorliegenden Zweck gerade darauf ankommt, die fortdauernden kleinen Schwankungen von Tag zu Tag für die Terminpapiere und die Grösse der manchmal an einem Tag sich vollziehenden Kursveränderungen der Kassapapiere nachzuweisen[1]).

Immerhin liefert aber die Tabelle auch in dieser Form wertvolle Anhaltspunkte. Die Aktien der Patzenhofer-Brauerei sind beispielsweise von Mai bis Juni 1891 von 540 auf 280 gefallen — eine Kursveränderung, wie sie keines der Terminpapiere in solchem Zeitraum zeigt; Harpener Bergwerksaktien, welche unter den Terminpapieren die stärksten Kurven der Kursbewegung beschrieben, haben einmal innerhalb zwei Monaten als stärksten Kursrückgang einen solchen von 100 % erfahren. Berücksichtigt man aber, dass die Höhe des Grundkapitals der verglichenen Wertpapiere sehr verschieden ist und dass sich die Spekulation zu ein und derselben Zeit der verschiedenen Papiere nicht in gleich hohem Grade bemächtigt[2]),

---

[1]) Baron sagt („Die Börsenenquete“ S. 49). „das Argument (der Terminhandel sei geeignet, wenn auch nicht die Häufigkeit, so doch die Grösse der Preisschwankungen zu hindern) selbst erscheint mir nicht richtig. Bei den unzähligen Papieren, welche nicht per Ultimo gehandelt werden, ist die tägliche Preisschwankung eine im ganzen geringe.“ Diese Argumentation begeht den Fehler, dass sie Ungleichartiges vergleicht. Es ist nicht die Kursbewegung der auf Termin gehandelten Spekulationspapiere mit der Kursbewegung beliebiger oder sämtlicher Anlagepapiere des Kassamarktes zu vergleichen, sondern aus den nur per Kassa gehandelten Papieren sind die sog. Spekulationspapiere herauszugreifen, d. h. diejenigen, in welchen täglich grosse Umsätze stattfinden und welche weniger zum Zwecke der dauernden Kapitalanlage als wegen der zu erwartenden Kursgewinne gehandelt werden.

Auf die Verschiedenheit der Kursbewegung sicherer Anlagepapiere und minder sicherer Spekulationspapiere weist auch Struck hin (Handwörterb. d. Staatsw. Bd. II S. 694).

[2]) „Bekanntlich“, sagt der Sachv. Winterfeldt (S. 433), „sind ja die Werte, auf die sich die Spekulation wirft, Modesache. Es sind in

so kann man nicht eben sagen, dass durch die Börsenenquete die Behauptung erfahrungsmässig vollkommen erwiesen sei, der Terminhandel führe eine gleichmässigere Gestaltung der Kurse der Wertpapiere herbei. Vollkommener wäre der zu liefernde Beweis wohl gelungen, wenn man die Kursbewegung derjenigen Papiere, welche bereits vor ihrer Einführung in den Terminhandel Gegenstand einer lebhaften Spekulation waren, graphisch dargestellt hätte und zwar für die Zeit vor und nach Bestehen des Terminhandels. Dazu hätte dann noch eine Vergleichung zweier hinsichtlich ihrer Preisgestaltung annähernd denselben Konjunkturen unterliegenden, mit annähernd gleichem Grundkapital ausgegebenen Papiere kommen können, von welchen das eine Gegenstand der Newyorker Kassaspekulation, das andre Gegenstand der deutschen Terminspekulation ist. Wenn es auch die Enquetekommission unterlassen hat, die Behauptung von der durch den Terminhandel herbeigeführten gleichmässigeren Preisgestaltung genügend durch Thatsachen zu belegen, so haben anderseits ihre Untersuchungen auch keine Argumente für das Gegenteil zu Tage gefördert. Ueberall, wo man in der Enquete die gegenteilige Ansicht vertrat, ist die Streitfrage, auf die es allein ankommt, nicht festgehalten: Werden die täglichen Preisschwankungen eines Papieres, welches Gegenstand einer lebhaften Spekulation geworden ist, grösser sein, wenn sich die Spekulation des Kassageschäftes bedient, oder wenn sie sich des Terminhandels bedient? Wesentlich anders lautet natürlich die Frage: Sind die täglichen Preisschwankungen der auf Termin gehandelten Papiere geringer als diejenigen der per Kassa gehandelten Effekten? Je nachdem man sich die eine oder die andre Frage stellt, wird die Antwort verschieden ausfallen, wie die Börsenenquete beweist[1]). Auf einer irrigen Auffassung der Streit-

---

gewissen Perioden Industriepapiere, die Kohlenaktien; die Spekulation verschwindet, wenn sie schlechte Erfahrungen gemacht hat, ebenso schnell aus diesen Papieren, und es kommen da so wunderbare Veränderungen im Handel vor, dass, während in einem Papier ungeheure Umsätze monatelang gemacht sind, dann nachher wieder monatelang und vielleicht Jahr und Tag die Umsätze verschwindend sind."

[1]) Enquetebericht S. 77.

frage beruht es offenbar auch, wenn Baron sagt[1]): „Bei den unzähligen Papieren, welche nicht per Ultimo gehandelt werden, ist die tägliche Preisschwankung eine im ganzen geringe.“

Weit wichtiger als die Frage nach den Preisänderungen ist diejenige nach der Richtigkeit der Preise, nämlich: „Entsprechen die für die Terminpapiere festgestellten Preise dem wahren Werte dieser Papiere?“ Die Aussagen der Sachverständigen zu dieser Frage hatten meist etwa folgenden Sinn: Das Publikum habe sich des Terminhandels bedient, um zeitweise Teilhaber an Unternehmungen zu werden, auf deren fernere Entwickelung es aus den Beobachtungen der Vergangenheit und der Beurteilung der gegenwärtigen Lage[2]) Schlüsse ziehen zu können glaube. Es werde so das Interesse an den verschiedenen Zweigen der Industrie, des Handels, des Transportwesens etc. in immer weitere Kreise unsrer Gesellschaft hineingetragen. Alle Thatsachen, die auf das Gedeihen eines solchen Unternehmens Einfluss übten, würden gesammelt, viele Tausende kontrollierten den Gang der Geschäfte und richteten danach ihre Börsenoperationen ein, auf Grund deren ein Börsenterminpreis festgestellt werde, welcher den gemeinen Wert des betreffenden Papieres darstelle.

Wie besteht eine solche Schilderung gegenüber der Thatsache, dass die Richtung der Spekulation stets von bestimmten eingeweihten Bankhäusern und Grosskapitalisten angegeben wird, in deren Gefolge sich dann eine Menge urteils-

---

[1]) „Die Börsenenquete“ (Berlin 1895) S. 49.

[2]) So werde z. B. ein Getreidehändler, welcher fortwährend die Ernteaussichten Oesterreichs und Russlands verfolgt, hieraus auf die Erträgnisse der Bahnen, welche den Export vermitteln (Galiz. Eisenbahn, Ostpreuss. Südbahn u. s. w.), schliessen und Zeitgeschäfte in deren Aktien eingehen (Arnhold S. 443).

In den Aktien der Dortmund-Enscheder Eisenbahngesellschaft soll der Terminhandel nur deswegen Eingang gefunden haben, weil man glaubte, „es spiegele sich in ihren Kursen die Lage des westfälischen Kohlenmarktes“ (Russell S. 417).

Die Aktien des Norddeutschen Lloyd sollen Gegenstand des Terminhandels geworden sein, weil seine Schiffe nicht alle versichert sind, das Vermögen der Gesellschaft infolgedessen grossen Gefahren und deshalb die Aktien grossen Kursschwankungen ausgesetzt sind (Wolde S. 300).

loser kleiner Spekulanten einstellen, welche blind der ihnen angedeuteten Richtung à la hausse oder à la baisse folgen? Waren die Motive, welche die wenigen leitenden Spekulanten (die sog. haute finance) zu Operationen à la hausse oder à la baisse veranlassten, wirklich in den Kreditverhältnissen eines Staates oder der inneren Entwickelung einer Aktiengesellschaft begründet, so trägt die Mitwirkung des Privatpublikums in diesem Falle nur dazu bei, dass das Urteil eingeweihter Kreise in den festgestellten Kursen in übertriebenem Masse zum Ausdruck gelangt, d. h. in Kursen, die viel höher oder viel niedriger sind, als sie im Vergleich zu der Rente, welche das betreffende Papier abwirft, sein sollten[1]. So stiegen Harpener Bergwerksaktien vom Juli 1889 bis Januar 1890 von 150 % auf 330 % und fielen alsdann vom Januar bis Mai 1890 von 380 % auf 180 %; und alle diese Kurse sollten dem wahren Wert entsprechen, wenn die von dieser Gesellschaft verteilte Dividende für das Geschäftsjahr 1889/90 von 15 % auf 20 % für das Geschäftsjahr 1890/91 stieg?

Ausserdem ist noch der nicht seltenen Fälle zu gedenken, wo auch die die Spekulation leitende haute finance getäuscht war und sich zu Börsenoperationen veranlasst fühlte, welche in der wirklichen wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens oder den Marktverhältnissen durchaus nicht begründet waren. Auch Fälle dieser Art haben die Untersuchungen der Enquetekommission zu Tage gefördert.

Die Preise, die bei Geschäftsabschlüssen in irgend einem Industriezweig (z. B. beim Verkauf von Schienen in der Eisenindustrie) erzielt wurden, dienen den Spekulanten als Grundlage für die Beurteilung der Verhältnisse dieses Industriezweiges und für ihre Börsenoperationen in den entsprechenden Wertpapieren. Manche Leiter industrieller Unternehmungen machen sich dies zu nutze, indem sie den Preis für die her-

---

[1]) Vgl. bes. Struck, „Börsenspiel“ im Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 696: „In dem Masse aber, als dies geschieht (nämlich dass unfähige Elemente sich zur Spekulation drängen), verlieren die befähigten Elemente ihren Einfluss auf die Bewegung. Denn eine richtigere Preis- oder Kursbewegung ist bei grösserer Zahl der Spekulanten nur so weit besser gesichert, als es sich um befähigte Personen handelt.“

gestellten Produkte ihren eigenen Börsenoperationen anpassen und dadurch die übrigen Spekulanten täuschen.

So kann beispielsweise bei grossen Schienensubmissionen von den Leitern der Eisenwerke ein besonders billiger Preis festgesetzt werden; dadurch tritt mit ziemlicher Sicherheit ein Kursrückgang in Eisenwerten ein, und dies kann durch Baissespekulationen in einem Masse ausgenutzt werden, dass der vorherige Preisausfall reichlich gedeckt wird[1]).

Ebenso kommt es vor, dass bei Baissespekulationen der Kredit einer Unternehmung in durchaus ungerechtfertigter Weise angegriffen wird — zu keinem andern Zweck, als um den gewünschten Kursrückgang herbeizuführen.

Angesichts dieser Thatsachen bedarf die Frage, ob der Terminhandel zur richtigeren Bewertung der Papiere beitrage, gewiss der Beachtung. Die richtige Antwort ist auch hier nur zu finden, wenn man daran festhält, dass der Terminhandel nicht die einzige, sondern nur die vollkommenste Form der Spekulation ist, d. h. wenn man die Wirkungen der Kreditspekulation überhaupt und diejenigen, welche dem Terminhandel speziell eigentümlich sind, scharf auseinanderhält. Bemächtigt sich die Kreditspekulation — gleichviel ob in Form des Kassageschäftes oder der des Termingeschäftes — in grösserem Umfang eines Papieres, so wird die Mitwirkung der „Mitläufer" sich stets in übertrieben hohen oder übertrieben niedrigen Kursen bemerkbar machen, nur mit dem Unterschied, dass der Terminhandel geeigneter ist, diese schädlichen Einflüsse auf die Bewertung abzuschwächen als die Kassaspekulation. Diese — nach den Schilderungen der Sachverständigen über das in Amerika herrschende Börsenspiel — zweifellos richtige Behauptung durch das Zusammentragen eines genügenden Thatsachenmateriales zu stützen, war von den der Enquete obliegenden Aufgaben eine der allerwichtigsten, die jedoch leider — wie manche andre — ungelöst geblieben ist. Ebenso mangelt es auch nach den Verhandlungen der Börsenenquete noch an Belegen für die Behauptung, das ausserhalb der Börse stehende Publikum beteilige sich

[1]) Stenogr. Ber. Dr. Basch S. 990 ff.

vorwiegend an der Haussespekulation; a priori spricht allerdings für diese im einzelnen nicht näher durch Erfahrungsbeispiele belegte Ansicht eine gewisse innere psychologische Wahrscheinlichkeit.

Die Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko (Prämien-, Stellagen- und Nochgeschäfte) waren in der Enquete Gegenstand besonderer Diskussionen, die jedoch nicht in erster Linie thatsächliche Feststellungen zum Zwecke hatten, sondern — dem durch die ganze Enquete gehenden moralisierenden Zuge folgend — darauf hinausliefen, ob „es sich empfiehlt", dem als verwerflich erkannten Börsenspiel „durch gesetzliche Bestimmungen entgegenzuwirken — etwa dahin, dass Prämiengeschäfte für nichtig oder doch unklagbar erklärt werden". Bei dieser Behandlung der Sache konnte die Ausbeute an thatsächlichen Ergebnissen natürlich nur gering ausfallen und hat in Wirklichkeit im Vergleich zu dem, was bereits bekannt war[1]), fast nichts Neues zu Tage gefördert. Das Wesentlichste über die äussere Gestalt der Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko ist bereits gesagt. Amtliche Notizen werden nirgends in Deutschland für diese Geschäfte festgestellt. Gegenstand derselben sind ausser Valuten meist nur solche Terminpapiere, in welchen eine besonders lebhafte Spekulation stattfindet.

Was für die Beurteilung der Prämiengeschäfte von Wichtigkeit ist und nach den Ausführungen in „Salings Börsenhandbuch" als bekannt vorausgesetzt werden darf, ist kurz folgendes: Das Privatpublikum beteiligt sich an Prämiengeschäften fast ausschliesslich als Prämienzahler, da hier das Risiko von vornherein begrenzt ist, während die Prämienzieher vorwiegend dem Kreise der Börsenleute und Bankiers angehören. Dem Prämienzieher bietet sich die Möglichkeit, mit Hilfe des Vorprämiengeschäftes die zu einem — nach seiner Ansicht — zu hohen Kurse gekauften Effekten zu einem günstigeren Kurse abzustossen, mit Hilfe des Rückprämiengeschäftes dagegen, den Verkaufswert zu billig weggegebener

[1]) Zu verweisen ist besonders auf die Ausführungen R. Siegfrieds über die „Prämiengeschäfte" in „Salings Börsenhandbuch" I. Teil.

Stücke zu verbessern[1]). Das Stellagegeschäft dient dem Prämienmakler zur Glattstellung seiner in Vor- und Rückprämiengeschäften eingegangenen Engagements. Das Nochgeschäft endlich dient denjenigen, welche sich am Prämien- und Stellagegeschäft beteiligen, dazu, sog. „schiefe" Prämien und Stellagen, d. h. solche, die sich wegen ihres Missverhältnisses zum Ultimokurs nicht weiter begeben oder in neue Prämiengeschäfte umwandeln lassen, wieder zu börsenmässigen Geschäften zu gestalten. Diese technischen Funktionen, welche die Prämiengeschäfte für die berufsmässigen Börsenleute erfüllen, sind in der Enquete nur oberflächlich berührt worden; was sie über die Prämiengeschäfte ergeben hat, ist etwa folgendes:

1. Prämiengeschäfte dienen im internationalen Zahlungsverkehr der Kursversicherung[2]). Wer beispielsweise nach Russland Offerten für Waren irgend welcher Art zu einem bestimmten Preise macht und die Bestellung erst auf einen späteren Termin erwartet, wird sich gegen die Schwankungen, welchen der Rubelkurs bis zum Zeitpunkt der Bestellung unterliegt, nur durch ein Prämiengeschäft zu schützen vermögen. Demselben Zwecke der Sicherung eines bestimmten Kurses dienen Prämiengeschäfte in den internationalen Terminpapieren in der Arbitrage.

2. Das Prämien- und Nochgeschäft kann für den solideren Betrieb des Emissionsgeschäftes von grossem Werte sein. Wenn z. B. ein Emissionshaus 100 Millionen einer ausländischen Anleihe in der Weise übernommen hat, dass es 20 Millionen fest und gleichzeitig für die nächsten vier Monate das Optionsrecht auf je weitere 20 Millionen erwirbt, so bietet das Prämien- und Nochgeschäft allein dem Emissionshaus die Möglichkeit, einen seinen eigenen Uebernahmebedingungen entsprechenden Weg der Begebung der Anleihe einzuschlagen. Bestünde dieser Weg nicht, so bliebe dem Emissionshaus nur die Wahl zwischen dem grossen Risiko, das mit der Uebernahme von 100 Millionen

---

[1]) Alles Nähere hierüber siehe R. Siegfried, „Salings Börsenhandbuch" I. Teil S. 134 ff.

[2]) Vgl. besonders die Ausführungen des vereideten Maklers Benary S. 139 ff.

auf einmal verbunden ist, oder dem Verzicht auf das ganze Geschäft[1]).

3. Wenn man die Spekulation überhaupt zulässt, dann muss man konsequenterweise auch das Mittel zulassen, das Risiko derselben zu mindern. Es ist beispielsweise möglich, dass jemand einen Aufschwung der Kohlenindustrie voraussieht, seiner Sache aber nicht ganz sicher ist und deshalb nur ein bestimmtes ziffermässig auszudrückendes Risiko übernehmen will. Angenommen, er fände einen Gegenkontrahenten, der seinen Besitz an Kohlenaktien zu einem 5 oder 10 % höheren Kurse per Ultimo zu verkaufen bereit ist, warum sollte man diese beiden Leute hindern, ein Prämiengeschäft abzuschliessen? Nun wurde von den Sachverständigen allerdings nicht in Abrede gestellt, dass die Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko vorwiegend Spielzwecken dienen, dass sie zur Erhöhung der Zahl der „fiktiven“ nur „auf dem Papier“ sich vollziehenden Umsätze beitragen, dass sie von ungünstigem Einfluss auf die Preisgestaltung sein können[2]), dass endlich gerade das kapital- und urteilsschwächere Publikum sich mit Vorliebe an diesen Geschäften beteiligt, trotzdem wünschte keiner der für die Effektenbranche vernommenen Sachverständigen ein Verbot dieser Geschäfte, weil es ihnen nicht angängig erschien, technisch hochentwickelte Verkehrs f o r m e n nur deshalb zu beseitigen, weil urteils- und kapitalschwache Elemente dieselben zum Börsenspiel missbrauchten. Immer wieder und wieder zeigt sich in den Untersuchungen der Enquetekommission, dass weitaus die meisten schädlichen Wirkungen, welche man dem Termingeschäft — sowohl demjenigen mit beschränktem wie dem mit unbeschränktem Risiko — zuschreibt, der Kreditspekulation — welche stets Formen zu ihrer Bethätigung gefunden hat und finden wird — zur Last fallen und nicht den heute bestehenden Geschäfts f o r m e n. Ob aber zwischen der Form, deren sich die Kreditspekulation bedient und dem Umfang derselben ein gewisser Zusammenhang besteht und welcher, bleibt nunmehr noch zu untersuchen.

---

[1]) Kopetzky S. 136.

[2]) Siehe besonders Christians S. 1803.

F. Börsenspiel.

Zum richtigen Verständnis dieses Wortes ist es vor allem nötig, sich über den Begriff der Spekulation und die Grenzen, die man ihm ziehen will, klar zu werden.

„Unter Spekulation im allgemeinen," sagt Brückner[1]), „versteht man ein gegenwärtiges Handeln, bedingt durch die Wahrscheinlichkeit, aus diesem Handeln in Zukunft einen erwünschten Erfolg zu erzielen. — Je grösser die Wahrscheinlichkeit wird, um so mehr nähert sie sich der Gewissheit, je kleiner sie wird, um so näher kommt sie dem Glück und Zufall. Die Spekulation steht also in der Mitte zwischen Gewissheit einer- und Glück und Zufall anderseits."

Auch Lexis findet das hauptsächlichste Merkmal der Spekulation darin, dass sie ein aleatorisches Moment, ein Spielrisiko enthält, das allerdings durch reiche Erfahrung bedeutend herabgemindert werden könne[2]).

Also das Moment des Ungewissen ist charakteristisch für die Spekulation, in welcher Form sie auch in der Volkswirtschaft hervortrete. Aber gerade dieses Moment ist auch für den Begriff Spiel[3]) das wesentlichste. Der Spekulant will nun durch seine Intelligenz und sein Denken Herr über das Ungewisse werden. Dieses Element tritt besonders hervor in der Wette. Die juristische Terminologie hat sich die erdenklichste Mühe gegeben, durch scharfsinnige Ausführungen die Begriffe Spiel und Wette festzustellen und zu umgrenzen[4]). Für unsern Zweck, d. h. zur Unterscheidung von Spekulation und Börsenspiel, sind jedoch diese Distinktionen wenig wert-

---

[1]) „Der Differenzhandel an der Börse" S. 46.

[2]) Lexis, „Spekulation" im Handwörterb. der Staatsw. Bd. V. Vgl. auch Macculloch, Principles of political economy" p. 320 ff.

[3]) Die Vieldeutigkeit und Unklarheit dieses Wortes tritt besonders hervor, wenn man bedenkt, dass die englische Sprache für diesen Begriff vier verschiedene Ausdrücke mit ganz verschiedener Bedeutung besitzt (play, sport, game, gamble).

[4]) Vgl. z. B. Krügelstein, „Ueber den begrifflichen Unterschied von Spiel und Wette"; ferner Wilda, „Die Wetten" (in der Zeitschr. f. D. Recht und D. Rechtswissenschaft Bd. VIII S. 200 ff.).

voll, denn für den Spekulanten wie für den Börsenspieler ist es, wie Cohn sich ausdrückt[1]), der Sporn des Ungewissen mit der Lockung des Gewinnes, welcher das Getriebe der Spekulation im Gange hält, welcher überhaupt das ganze Getriebe des Systems privater Unternehmungen und privaten Eigentums im Gange hält.

Also nicht in den Motiven, welche dem Handeln zu Grunde liegen, sind die Unterscheidungsmerkmale zwischen Börsenspiel und Spekulation zu suchen, denn sowohl der Spekulant wie der blosse Spieler haben das gemeinsame Ziel, die Gewinnung einer Differenz zwischen dem bekannten gegenwärtig gültigen und dem noch unbestimmten künftigen Kurs.

Auch nicht in der Form und Technik der Geschäfte unterscheidet sich das Börsenspiel von der Spekulation. In beiden Fällen kann ein wirkliches Kaufgeschäft auf Zeit, ein börsenmässiges Termingeschäft abgeschlossen werden[2]), in beiden Fällen bedienen sich die Kontrahenten derselben Mittelspersonen, derselben Börseneinrichtungen zur Eingehung und Abwickelung des Geschäftes; in beiden Fällen kann die Erfüllung des ursprünglich abgeschlossenen Kaufvertrages ohne effektive Lieferung von Wertpapieren, vielmehr lediglich durch Bezahlung der Differenz zweier Preise (Differenzgeschäft im weiteren Sinne) stattfinden.

Auch nicht des Zeithandels bedarf das Börsenspiel, denn es kann sich zur Erreichung seiner Zwecke ebensowohl des Kassageschäftes bedienen.

Ebensowenig unterscheidet sich notwendig das blosse Börsenspiel von der Spekulation in den Wirkungen für die Börse selbst. Beide können zur Erweiterung des Marktes, zur Ver-

---

[1]) G. Cohn, Beiträge zur deutschen Börsenreform, „Ueber das Börsenspiel“ S. 138.

[2]) Sog. reine Differenzgeschäfte, d. h. Geschäfte, deren Vertragsgegenstand die Differenz zweier Preise bildet, kommen nach Aussage der kaufmännischen und juristischen Sachverständigen, welche die Enquetekommission vernommen hat, fast nicht vor. Siehe Stenogr. Ber. Kopetzky S. 117, 121, Russel S. 460, Kussel S. 1466/67, v. Pflaum S. 1569.

Vgl. ferner Motive zum Entwurf des bürgerlichen Gesetzbuches Bd. II S. 648.

mehrung der Zahl der Umsätze und zur Erhöhung der Absatzfähigkeit der Papiere beitragen.

Wenn nun weder in den Motiven, von welchen der Börsenspieler und Spekulant getrieben werden, noch in der juristischen Form, noch in der Technik ihrer Geschäfte, noch in der Wirkung derselben für die Börse brauchbare Unterscheidungsmerkmale liegen, worin sonst sind diese zu finden?

Die Form, in welcher die Enquetekommission den Sachverständigen diese Frage vorlegte, war folgende:

„Gibt es Merkmale (und eventuell welche?), wonach sich der reelle Terminhandel von dem blossen Differenzgeschäft (Börsenspiel) unterscheidet, und empfiehlt es sich, letzterem durch gesetzliche Bestimmungen entgegenzuwirken?"

Die Antworten der hierüber vernommenen Börsenmänner, Juristen und Nationalökonomen haben das übereinstimmende Ergebnis geliefert, dass es solche Merkmale nicht gibt; soweit man solche anzugeben versucht hat, wurde im Vergleich zur bisherigen juristischen Litteratur über Differenzgeschäfte und über den Standpunkt, welchen die Judikatur zur Klagbarkeit der Differenzgeschäfte eingenommen hat, nichts Neues geliefert.

Diese vergeblichen Bemühungen der Enquetekommission führen zu dem Resultat, dass die Kriterien für Börsenspiel und „reellen Terminhandel" überhaupt nicht in der Sache liegen, sondern lediglich in den Personen, welche sich an der Spekulation beteiligen.

Der Spekulant unterscheidet sich von dem blossen Börsenspieler hauptsächlich durch zwei Eigenschaften, durch Urteilsfähigkeit und Kapitalkraft. Vermöge dieser Eigenschaften kann er eine ungünstige Kursentwickelung länger ertragen als der wirtschaftlich schwache, kleine Jobber[1]), er findet noch Kredit zur Prolongation, wenn jener schon seine „Börsenengagements" lösen muss; er kann sich die Kommunikationsmittel besser dienstbar machen und sich über wichtige Begebenheiten schneller unterrichten; er erfährt ferner durch seine gesellschaftlichen und geschäftlichen Beziehungen, die er mit

---

[1]) Vgl. Struck, „Börsenspiel" im Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 696.

den Spitzen staatlicher Behörden, mit den Leitern grosser kommerzieller und industrieller Unternehmungen pflegt, wertvolle Mitteilungen eher als die grosse Menge der Mitläufer. Er behält mit gespanntester Aufmerksamkeit alle Momente im Auge, welche für die Kursentwickelung eines Papieres bestimmend sein können, baut hierauf seine Wahrscheinlichkeitsberechnung des künftigen Preises auf und sucht seine Kenntnis durch den Abschluss von Kaufs- oder Verkaufsgeschäften nutzbar zu machen. Er setzt dadurch einen Teil seines Vermögens aufs Spiel; als Entschädigung für das Risiko, das er auf sich nimmt, und als Lohn für seine geistige Thätigkeit empfängt er einen entsprechenden Kursgewinn, wenn seine Berechnung richtig war. War dies nicht der Fall, so büsst er seinen Irrtum durch einen entsprechenden Kapitalverlust. Wenn auch dieser Thätigkeit innerhalb des gesamten Getriebes der Volkswirtschaft bei weitem nicht dieselbe Wichtigkeit beizumessen ist wie der Spekulation im Warenhandel, so bestünde dennoch für die Oeffentlichkeit und die Gesetzgebung keine Veranlassung, gegen diese Art einer gefahrvollen privaten Kapitalverwendung seitens eines Grosskapitalisten irgend welche Bedenken zu erheben, vorausgesetzt, dass aus seinem Thun nicht der Gesamtheit Nachteile erwüchsen.

Aber die Gewinne der Grossspekulanten haben die Spekulationslust des grossen Publikums gereizt. In den Kreis der Spekulanten der eben geschilderten Art haben sich Leute gedrängt, welchen teils die eine oder andre, teils sogar beide hierzu erforderlichen Eigenschaften: Urteilsfähigkeit und Kapitalkraft fehlen. Leute aller Berufsarten und Stände, bis herab in die untersten Schichten unsrer Bevölkerung, haben sich an der Spekulation beteiligt, und die Folgen, welche daraus entstanden, stellen einen grossen sozialen Schaden dar, der schon lange [1]) die Aufmerksamkeit der Oeffentlichkeit auf sich lenkt, besonders aber in neuerer Zeit eine wahre Sturmflut von Schriften hervorgerufen hat [2]).

---

[1]) Vgl. Mirabeau, „Dénonciation de l'agiotage au Roi et à l'assemblée des Notables“ 1787.

[2]) Die hauptsächlichsten seit Einberufung der Enquetekommission erschienenen Veröffentlichungen über das Börsenspiel sind:

Gerade die Thatsache, dass auch nach der Börsenenquete, in der juristischen und volkswirtschaftlichen Litteratur, in der Tagespresse, in der öffentlichen Meinung von berufener und unberufener Seite noch so viele Stimmen laut werden, welche das Börsenspiel zur Diskussion stellen, beweist, wie wenig die Börsenenquete auf diesem Gebiet zur Klärung der Sachlage und damit zur Reform beigetragen hat. Die Arbeiten und Veröffentlichungen der Enquetekommission haben vor allem fast

---

O. Bähr, „Das Börsenspiel und die Gerichtspraxis". Grenzboten 1893.

Ders., „Das Ergebnis der Börsenenquete". Grenzboten 1894.

Ders., „Das Börsenspiel nach den Protokollen der Börsenkommission". 1894.

H. Wiener, „Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung". Vortrag, gehalten in der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 14. Januar 1893.

Munk, „Missbräuche an den Börsen".

„Das Differenzgeschäft". Erklärung seiner Natur und seines Zusammenhanges mit dem Terminhandel. Abdruck aus der „Hamburgischen Börsen-Halle" 1893. (Anonym.)

„Der Terminhandel". Eine kritische Untersuchung über seine Berechtigung und Bedeutung. Abdruck aus der „Hamburgischen Börsen-Halle", 2. Aufl. 1892. (Anonym.)

V. Ring, „Die Börsenenquete". Sonderabdruck aus dem Archiv für bürgerliches Recht (Bd. VIII).

Als Fortsetzung hiervon:

J. Baron, „Die Börsenenquete" 1895.

Edmund Brückner, „Der Differenzhandel an der Börse" 1895.

Gerhard Alexander Leist, „Die Differenzansprüche aus Börsengeschäften". Sonderabdruck aus dem Archiv für civilistische Praxis 83. Bd., Neue Folge 33. Bd. 2. Heft, 1894.

Ludwig Cohnstaedt, „Die Vorschläge der Börsenenquetekommission" 1894.

Julius Wolf, „Die Börsenreform in der Schweiz" 1895.

Besonders:

G. Cohn, „Beiträge zur deutschen Börsenreform" 1895.

J. Kohler, „Das Börsenspiel" („Ueber das Börsenspiel"). Sonderabdruck aus der Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen 1894.

Max Weber, „Die Börse" in den Schriften der „Göttinger Arbeiterbibliothek" von 1894.

Dazu kommen noch eine Reihe von Schriften, welche sich lediglich mit dem Produktenterminhandel befassen.

nichts gethan, um dem althergebrachten und weitverbreiteten Irrtum entgegenzuarbeiten, als sei der Terminhandel die einzig mögliche oder die einzig praktisch bedeutsame Form des Börsenspieles.

Um diesem Irrtum zu begegnen, hätte es zunächst einer eingehenden Untersuchung über das Kassaspekulationsgeschäft bedurft. Dahin gehört vor allem eine genauere Betrachtung der Wertpapierspekulation in New York, wo kein Terminhandel, aber ein so wildes, gefährliches Börsenspiel besteht, wie nirgends mehr in der Welt; dahin gehört ferner das eingehendere Studium der Verhältnisse der Wiener Börse vor und nach der Wiedereinführung des Effektenterminhandels, die nach vorausgegangener Beseitigung desselben im Winter 1888/89 erfolgt ist.

Hieran musste sich eine Untersuchung reihen über Spekulation und Börsenspiel an deutschen und französischen Börsen, wo Kassa- und Zeitgeschäft diesen Zwecken dienen können, und endlich an englischen Börsen, wo alle Geschäfte als Zeitgeschäfte, abgeschlossen auf den Account day, gelten. Eine solche grundlegende Untersuchung hat die Enquetekommission unterlassen; es ist deshalb auch die Kardinalfrage unbeantwortet geblieben, welchen Einfluss die verschiedenen Formen des Börsenspieles auf seinen Umfang gehabt haben. Wohl mag es sein, dass der Terminhandel — als die technisch entwickeltste Form der Spekulation — den Outsiders die Möglichkeit zur Kreditspekulation am vollkommensten bietet und dass ausser dem Moment des Kredites die im Terminhandel gebotenen bequemen Formen der Eingehung und Abwickelung der Geschäfte für die Spekulationslust der mittleren und unteren Stände einen besonderen Reiz haben können. Es fragt sich aber, ob diese Form wirklich bestimmend war für die Teilnahme des aussenstehenden Publikums an der Spekulation und am Börsenspiel und ob das Fehlen des Terminhandels einschränkend auf die Teilnahme der Outsiders an der Spekulation gewirkt hat. Die Börsenenquetekommission hat es leider unterlassen, die Antwort auf diese Frage zu suchen. Die Folge davon ist, dass wir fast bei allem, was wir über Spekulation und Börsenspiel und über ihre wirtschaftlichen und sozialen Wirkungen erfahren, im Zweifel darüber gelassen werden, was den Wirkungen

der Zeit- oder der Kassaspekulation zuzuschreiben ist, was beiden gemeinsam und was dem einen Umstand im höheren Grade eigentümlich ist als dem andern.

Die nachteiligen Wirkungen des Börsenspieles, welche die öffentliche Kritik in so hohem Masse herausgefordert haben, sind mannigfacher Art.

Für Leute, die sich in der Vornahme ihrer Spekulationsgeschäfte nicht durch eigene Erwägungen, sondern lediglich durch die sog. Börsenmeinung leiten lassen, ist die Beteiligung an der Wertpapierspekulation das reine Glücksspiel, das sich von der Lotterie nur durch grössere Gefahr unterscheidet. War die Börsenmeinung irrig oder war sie von den grossen Spekulanten, die dem kleinen Jobbertum wie Auguren gegenüberstehen, nur zu dem Zweck verbreitet, die Menge zu täuschen, so erfährt die grosse Masse der „Mitläufer“ eine empfindliche Vermögenseinbusse, die vielleicht schon beim erstenmal, vielleicht erst im Wiederholungsfalle zum wirtschaftlichen Ruin des Spielers und seiner Familie führt. Man darf annehmen, dass dieser Fall viel häufiger vorkommt, als in weiteren Kreisen bekannt wird, weil meist sämtliche Beteiligte grosses Interesse an der Verheimlichung solcher Vermögensverluste haben und verhältnismässig selten der Schutz der Gerichte durch Geltendmachung des Differenzeinwandes in Anspruch genommen wird.

Gelingt dagegen die gedankenlose Spekulation, so sind die Wirkungen manchmal nicht minder schädlich. Derjenige Spekulant, dem ohne körperliche und geistige Anstrengung ein grosser Gewinn zufällt durch das blinde Spiel des Zufalls, verliert das Augenmass für den Wert des Besitzes und die Achtung vor ehrlicher Arbeit. Der unverdiente Gewinn reizt zur Verschwendung, zur leichtfertigen und frivolen Auffassung des Lebens und bietet den Angriffen auf die bestehende Eigentumsordnung eine willkommene Handhabe.

In wiederum andern Fällen fehlt dem kleinen Spekulanten zwar nicht die Urteilsfähigkeit, wohl aber das zur Spekulation erforderliche Vermögen. Er schliesst gegen einen verhältnismässig geringen Einschuss Termingeschäfte über Summen ab, die sein Vermögen manchmal sogar ein Vielfaches desselben weit übersteigen. Er wird, um das einmal eingeschossene

Vermögen nicht preisgeben zu müssen, und in der Hoffnung, endlich doch zu gewinnen, Nachschüsse leisten, solange es ihm irgend möglich ist, und wird sich, wenn seine Erwartungen fehlschlagen, auf diese Weise langsam verbluten. Der verwerflichste der hierher gehörigen Fälle ist der, dass mangelhaft informierte und zugleich kapitalschwache Provinzialbankiers mit dem zur verzinslichen Anlage ihnen überlassenen Gelde der Kunden Börsenspiel treiben. Es liegt im Wesen der Spekulation, dass sie eine gewisse Spannkraft erfordert, die nur demjenigen eigen ist, dessen wirtschaftliche Lage auch einen erheblichen Vermögensverlust erträgt. Wer dagegen Börsengeschäfte eingeht, die sein Vermögen übersteigen, sieht sich jederzeit der Gefahr ausgesetzt, dass ihn der nächste Augenblick zum Bettler macht. Auch dieses fortwährende Fürchten und Hoffen wirkt demoralisierend.

„Alle menschlichen Empfindungen," sagt Struck treffend[1]), „treten zurück vor der Gier nach dem Gelde und der Angst vor dem Bankerott. Bei einer solchen leidenschaftlichen Erhitzung muss dann aber auch die Kühle des Urteils ganz verloren gehen, welche doch erforderlich ist für eine richtige Würdigung der die Preis- oder Kursbewegung beeinflussenden Umstände, und der Einfluss einer leichtsinnigen Spekulation auf die Bewegung kann nur ein ungünstiger sein."

Der Einfluss des Terminhandels in seinem heutigen Umfang auf die Preisbildung wurde bereits an früherer Stelle besprochen. Unter den schädlichen Wirkungen des Börsenspiels sind die Fälle, wo die eingeweihten grossen Spekulanten bewusst auf den Mangel der Kapitalkraft oder Urteilsfähigkeit der kleinen „Mitläufer" rechnen und durch betrügerische Massnahmen auf die Kursbewegung einzuwirken suchen, als besonders unerfreuliche hier noch zu betrachten.

Dem Spekulanten schwebt als Endziel seiner Börsenoperationen die Gewinnung der Differenz zweier Preise vor; eine solche kann aber nicht entstehen, wenn der Kurs stabil bleibt, sondern nur, wenn er sich ändert. Tritt die erwartete und erwünschte Kursänderung nicht von selbst ein, so ist es begreif-

---

[1]) Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 697.

lich, dass manche Spekulanten dieselbe künstlich hervorrufen oder wenigstens, wenn sie eingetreten ist, zu verstärken suchen. Die Mittel, deren sie sich hierzu bedienen, sind Verbreitung falscher Nachrichten, Beeinflussung der Presse und Scheingeschäfte. Gewöhnlich schliessen sich die leitenden Spekulanten in einer Gruppe (Hausse- oder Baissepartei) zur Erreichung ihres Zieles zusammen, nehmen ostentativ Käufe oder Verkäufe von grossem Umfang vor, um dadurch weniger urteilsfähige Käufer und Verkäufer zur Nachahmung anzuspornen und diesen dann die ursprünglich gekauften Effekten teurer zu verkaufen, die verkauften billiger von ihnen zurückzukaufen.

Ihren Höhepunkt erreichen solche Manipulationen, wenn es gelingt, einen Corner oder eine Schwänze durchzuführen. Dies besteht darin, dass ein Spekulant, gewöhnlich aber ein Haussekonsortium alle von einem bestimmten Papier am Markt befindlichen Stücke aufkauft und in Verwahrung nimmt, „einsperrt". Wenn sich nun alle an der Börse erhältlichen Stücke in einer Hand befinden, so fehlen der Baissepartei, den Verkäufern in blanco, am Stichtage die zur Lieferung nötigen Effekten. In der Macht des Haussekonsortiums liegt es nun, die Preise zu diktieren, zu welchen die zu liefernden Beträge abzunehmen sind, oder die Deportsätze, zu welchen die Engagements prolongiert werden können. Am schwierigsten ist die Durchführung einer Schwänze in Papieren mit grossem Gesamtkapital oder in Effekten, welche an verschiedenen Börsen zugleich gehandelt werden. Sehr erleichtert ist diese Operation dagegen beim „Handel per Erscheinen", d. h. durch Geschäfte in zur Subskription aufgelegten Papieren, die erst später den Zeichnern zugeteilt werden.

Nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmung [1]) ist die Durchführung einer Schwänze im Terminhandel leichter möglich als im Kassageschäft, ist aber im ganzen selten gelungen, da der Plan an der Börse meist noch rechtzeitig durchschaut und vereitelt wird.

---

[1]) Vgl. besonders Kopetzky S. 90, Winterfeldt S. 434, Alexander S. 446, Bamberger S. 659, Dr. Basch S. 990, Salomon S. 1154, Sulzbach S. 1370, Simon S. 1580, Schwartz S. 1926.

Am meisten Aufsehen seit 20 Jahren hat die in Basel in den Aktien der Basler Check- und Wechselbank ins Werk gesetzte Schwänze erregt [1]). Es gab von diesem Unternehmen 8000 Stück Aktien. Die Allgemeine Kreditbank, zu deren Unterstützung sich später noch einige andre Banken bereit fanden, kaufte alle erhältlichen Aktien der erwähnten Bank effektiv, besonders aber zur Lieferung für später. Schliesslich waren die Blankoverkäufer verpflichtet, 11 000 Stück dieser Aktien zu liefern, während es überhaupt nur 8000 Stück gab und ein grosser Teil dieser sich bereits in den Portefeuilles der Kreditbank befand. Die Verkäufer mussten sich nun zu bedeutend gesteigerten Kursen decken und hatten grosse Verluste.

In Deutschland sind Schwänzen vorgekommen in den fünfziger Jahren in Berechtigungsscheinen auf „junge“ Darmstädter Bankaktien, wovon 5 Millionen Gulden ausgegeben waren, in den siebziger Jahren in Thüringer Bankvereinsaktien, in denen kein Terminhandel stattfand, und in Oesterreichischen Kreditaktien und in den achtziger Jahren in Ostpreussischen Südbahnaktien. Ferner wird erwähnt, dass für Warschau-Wiener Eisenbahnaktien einigemal hohe Deportsätze, bis 4 %, gezahlt werden mussten [2]).

Das höchste Mass seiner verderblichen Wirkungen erreicht das Börsenspiel in der Spekulationskrisis [3]). Die äussere Erscheinung, in welcher dieselbe hervortritt, ist der jähe, viele Tausende zu wirtschaftlichem Ruin führende Kurssturz, mit welchem Ueberspekulationen im Effektenverkehr ihr Ende zu finden pflegen. Die Ueberspekulation entwickelt sich gewöhnlich in Zeiten eines andauernd niedrigen Zinsfusses und grossen Kapitalangebotes und hochgradiger Unternehmungslust — teils im Anschluss an einen gewissen allgemeinen wirtschaftlichen Aufschwung, teils lediglich als Folge der im

---

[1]) S. Julius Wolf, „Die Börsenreform in der Schweiz“ S. 22 ff.

[2]) Vgl. die S. 49 zitierten Sachverständigenaussagen.

[3]) Vgl. E. Struck, „Zur Geschichte der Pariser Börsenkrisis von 1882“; Aycard, „Histoire du crédit mobilier 1852—1867“, Paris 1867; O. Michaelis, „Die Handelskrisis von 1857“; Neuwirth, „Die Spekulationskrisis von 1873“; Oechelhäuser, „Die wirtschaftliche Krisis“; R. Ehrenberg, „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“, Berlin 1883.

Effektenverkehr vorgenommenen Manipulationen. Seit John Laws Zeiten hatten alle Kulturländer unter den Folgen solcher Ueberspekulationen zeitweise zu leiden; in unsrem Jahrhundert sind Börsenkrisen geradezu mit einer gewissen Periodizität wiedergekehrt.

Der Verlauf derselben ist ziemlich gleichartig. Im Anfang herrscht allenthalben zuversichtliche Stimmung, überall Hoffnung auf Steigen der Kurse. Eine starke Haussepartei bildet sich, die Kurse steigen mehr und mehr, der Kreis der Spekulanten wird immer grösser. Die eingeweihten Grossspekulanten stehen diesem Treiben von Anfang skeptisch gegenüber, manche beteiligen sich aber trotzdem daran in der Hoffnung, ihren Gewinn noch vor dem Eintreten des Rückschlages in Sicherheit bringen zu können, was ihnen nicht selten gelingt. Die kleinen Spekulanten in ihrer tollen Jagd nach dem Golde überladen sich mit Börsenpapieren und legen ihr ganzes Vermögen durch Börsenengagements fest. Sobald dies geschehen, werden die Bedingungen, zu welchen Spekulationsgeschäfte prolongiert werden können, immer schwieriger, die Lage des Marktes wird immer gespannter, und aller Teilnehmer bemächtigt sich in Erwartung des Ausganges der Dinge eine fieberhafte Unruhe, die ihren Ausdruck in den mehr oder minder grossen Kurven der Kursbewegung findet. Die plötzlichen, jähen Kursschwankungen sind in diesem Stadium der Spekulation — das mag immerhin durch die Untersuchungen der Enquetekommission als erwiesen gelten — unbedingt grösser, wenn sich die Spekulation des Kassageschäftes bedient, als wenn Terminhandel besteht. In diesem Zustande bedarf es dann nur eines leisen äusseren Anstosses, um die künstlich aufgeblähte Blase (bubble) zum Platzen zu bringen. Der Anstoss geht gewöhnlich von den wirtschaftlich schwächeren Spekulanten aus. Sie können die gekauften Papiere nicht beziehen, verfügen auch nicht mehr über die zur Prolongation erforderlichen Mittel und müssen nunmehr als Verkäufer auftreten. Die Kurse beginnen zurückzugehen, und der Börse bemächtigt sich plötzlich eine wilde Panik. Da die Kurse von Tag zu Tag sinken, drängen die bisherigen Haussespekulanten aus Furcht vor weiterem Kursrückgang zum Verkauf,

die Kurse sinken nun rapid, und das ganze luftige Gebäude stürzt zusammen, schneller als es aufgebaut war, und begräbt unter seinen Trümmern die wirtschaftliche Existenz von Tausenden von Personen.

Der eben geschilderte Verlauf einer Spekulationskrisis wird im allgemeinen der gleiche sein, ob sich nun die Spekulation des Kassa- oder des Zeitgeschäftes bedient, mit dem einzigen Unterschiede, dass im ersteren Fall die Gefahren für das an der Spekulation beteiligte Publikum ungleich grösser sind als im letzteren. Sie bestehen in der beschränkteren Absatzfähigkeit der Papiere, in schrofferen Kursschwankungen, in der grösseren Unsicherheit und Unstetigkeit des Kreditwesens, da die Kontrahenten, wie die Reportbanken nicht an feste, längere Fristen wie beim Terminhandel gebunden sind, in der wucherischen Beteiligung des Grosskapitals — in Gestalt des Reportgeschäftes — an der Spekulation, und endlich in der Möglichkeit halsabschneiderischer Kreditkündigungen. Alle diese Gefahren abzuschwächen, ist, wie wir früher gesehen haben, die technische Funktion des Terminhandels in der Kreditspekulation. Seine Beseitigung vernichtet nicht die Kreditspekulation, sondern nur die zu ihrem Schutze getroffenen Einrichtungen.

G. Die Rechtsprechung des Reichsgerichtes über Differenzgeschäfte.

Da unsre Rechtsordnung bisher keine sonstigen Handhaben zur Bekämpfung des Börsenspieles mit seinen eben geschilderten verderblichen Wirkungen bot, hat sich die Judikatur mehr und mehr die Praxis angeeignet, Geschäften den Rechtsschutz zu versagen, welche sich ihrer Ansicht nach als blosses Spiel darstellen.

Nach den in Deutschland geltenden Gesetzen ist das Spiel unklagbar, und dem Spiel wird das sog. reine Differenzgeschäft gleichgeachtet. Man versteht darunter Geschäfte[1]),

[1]) Vgl. Gareis-Fuchsberger, „Das Allg. Deutsche Handelsgesetzbuch“ S. 766.

bei welchen eine Verpflichtung zu realer Erfüllung von keiner Seite geltend gemacht werden kann, es vielmehr nur auf die Vergütung des Gewinnes ankommt, welchen der auf den künftigen Preisstand glücklich spekulierende Kontrahent nach Massgabe des am Erfüllungstage bestehenden Preises von seinem Mitkontrahenten in Anspruch zu nehmen hat.

Wenn nun die Parteien zwar die Form des Kaufvertrages wählen, gleichzeitig aber vereinbaren, dass keine derselben berechtigt sein solle, Lieferung oder Abnahme zu verlangen, so ist in Wahrheit kein Kaufgeschäft geschlossen; die Vorschriften über den Kauf können daher keine Anwendung auf ein derartiges Geschäft finden, das seiner Natur nach ein Glücksvertrag ist.

Wohl haben der Spekulationskauf und das Spiel einen gemeinsamen Vertrags z w e c k: die Erzielung eines Gewinnes, d. h. der Differenz zweier Preise, aber nicht einen gemeinsamen Vertrags i n h a l t. Denn beim Spielvertrag bildet die gegenseitige Verpflichtung zur Zahlung der Preisdifferenz, beim Kaufvertrag die Verpflichtung zur Lieferung der Ware und Bezahlung des Kaufpreises den Vertragsinhalt.

An dieser Unterscheidung hat das Reichsoberhandelsgericht in seinen sämtlichen Entscheidungen festgehalten [1]. Das Reichsgericht hat sich dieser Ansicht angeschlossen und das Unterscheidungsmerkmal des Kauf- und Spielvertrages bis zum Jahre 1892 stets darin erblickt, dass beim ersteren nach dem Willen der Vertragschliessenden für den Käufer das Recht auf Lieferung, für den Verkäufer das Recht auf Zahlung des Kaufpreises gegen Abnahme der Ware bestehen soll. Die Geltendmachung dieser Rechte kann nun aber durch s t i l l s c h w e i g e n d e V e r e i n b a r u n g ausgeschlossen sein.

Zur Annahme einer solchen genügte aber die blosse Absicht eines oder beider Teile, es zur Lieferung oder Abnahme nicht kommen zu lassen, seit Errichtung des Reichsoberhandels-

---

[1]) Vgl. die von W i e n e r gesammelten Entscheidungen „Die Rechtsprechung des Reichsgerichtes, betreffend den Einwand des Differenzgeschäftes“ in den Anlagen zum Bericht der Enquetekommission.

gerichtes bis zu den neuesten Entscheidungen des Reichsgerichtes nicht [1]).

Die sehr zahlreichen Abschlüssen zu Grunde liegende Absicht der Erledigung eines Geschäftes durch blosse Regulierung der Differenz ist also für den juristischen Charakter eines Geschäftes völlig bedeutungslos, solange sie nicht zur Vertragsbestimmung wird. Der Umstand, dass thatsächlich die Erfüllung stets durch Uebertragung an einen Dritten stattfand, und dass sich in diesem Falle Käufer und Verkäufer stets durch Zahlung von Kursdifferenzen ausgleichen mussten, hat in keiner der bisher ergangenen Entscheidungen die Annahme eines reinen Differenzgeschäftes begründet.

Wenn nun die erkennbare Absicht beider Parteien es zur Lieferung oder Abnahme nicht kommen zu lassen, nicht genügt zur Annahme eines Differenzgeschäftes, so fragt es sich, auf welchen andern Umständen die stillschweigende Willenserklärung, dass Effektivlieferung ausgeschlossen sein solle, ersichtlich ist. Zur Beantwortung dieser Frage geht die heutige Rechtsprechung auf die individuellen Umstände des einzelnen Falles ein und legt für die Würdigung der stillschweigenden Spielabrede gewissen Nebenumständen ein grösseres Gewicht bei als bisher.

Auf diesem Wege ist das Reichsgericht in den seit 1892 ergangenen Urteilen dazu gelangt, eine Aenderung in dem bisherigen Rechtszustand herbeizuführen. Das Reichsgericht hat nämlich in einer Reihe von Erkenntnissen [2]) ein reines

---

[1]) Der I. Civilsenat des RG. sagt in seinem Urteil vom 24. Mai 1893: „Die blosse Absicht eines der Kontrahenten, nicht effektiv zu erfüllen, sondern am Stichtage statt der effektiven Erfüllung die Differenzausgleichung eintreten zu lassen, begründet auch dann, wenn diese Absicht von vornherein vorhanden und dem Gegenkontrahenten bei Eingehung des Geschäftes bekannt war, nicht den Einwand des klaglosen Differenzgeschäftes, denn das Vorhandensein einer derartigen dem Gegenkontrahenten bekannten Absicht ist nicht gleichbedeutend mit dem für den Thatbestand des reinen Differenzgeschäftes erforderlichen Willen, dass keinem der Kontrahenten ein Anspruch auf effektive Erfüllung zustehen solle."

[2]) Vgl. H. Wiener, „Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung" S. 27 ff.

Differenzgeschäft dann als gegeben erachtet, wenn die zu beziehenden oder zu liefernden Quantitäten das Vermögen des einen Kontrahenten übersteigen und der andre hiervon gewusst hat. Die in diesem Sinne ergangenen Entscheidungen betreffen Fälle, in welchen erwiesen war, dass die Kunden in beschränkten Verhältnissen lebten und dies dem Bankier oder Kommissionär bekannt sein musste. Dem unzulänglichen Vermögensstand werden alsdann die erheblichen Abschlusssummen gegenübergestellt, und aus der Unfähigkeit der Personen, die gehandelten Quantitäten thatsächlich zu liefern oder abzunehmen, wird gefolgert, dass sie sich zur Lieferung oder Abnahme für den Gegenkontrahenten erkennbar nicht haben verpflichten wollen.

Der eben dargelegte in der oberstrichterlichen Judikatur eingenommene Standpunkt hat in der Gerichtspraxis nicht allgemein Anklang und Nachahmung gefunden. Das Oberlandesgericht in Hamburg erkannte diesen Standpunkt durchaus nicht an, selbst dann nicht, wenn der Kunde selbst seinen Bankier vor Eingehung des Geschäftes auf die Unzulänglichkeit seines Vermögens hingewiesen und der Bankier diesen Einwand mit der Erwiderung entkräftet hatte, es sei ja nur die Zahlung der jeweiligen Differenz zur Regulierung des Geschäftes nötig. Derjenige Civilsenat des Reichsgerichts, welchem die in diesem Sinn ergangenen Urteile des Hamburger Oberlandesgerichts zur Revison zugingen, hat die Auffassung dieses Gerichtes nicht angefochten, während der andre Civilsenat des Reichsgerichtes ähnliche Entscheidungen andrer Oberlandesgerichte aufgehoben hat. In Berlin bestanden zwei Senate des Kammergerichtes nebeneinander, von welchen der eine der neuesten Richtung der oberstrichterlichen Judikatur, der andre der früheren, vom Reichsoberhandelsgerichte vertretenen Auffassung folgte, so dass der Erfolg der Geltendmachung des Differenzeinwandes fast nur davon abhing, ob der Name des Beklagten mit den Buchstaben A bis L oder M bis Z anfing. Durch die verschiedenartige Bedeutung, welche verschiedene Gerichte den sog. „konkludenten Differenzumständen“ ein und desselben Geschäftes beilegten, ist in Deutschland eine gefährliche Unsicherheit des Rechtszustandes geschaffen worden und in der Bevölkerung ein solches Misstrauen gegen die Ge-

richte hervorgerufen worden, dass man von dieser widerspruchsvollen Rechtsprechung nicht mit Unrecht sagen konnte, die Geltendmachung des Spieleinwandes vor deutschen Gerichten sei selbst ein Spiel[1]).

Was die Enquetekommission durch die Sachverständigenverhöre, sowie durch ihre eigenen Verhandlungen zu Tage gefördert hat über die Unerträglichkeit dieses alle Teile unbefriedigt lassenden Rechtszustandes, besonders aber über die völlige Unzulänglichkeit des hier eingeschlagenen Weges zur Bekämpfung des Börsenspieles, ist in dem Kommissionsbericht eingehend und sachlich wiedergegeben, so dass auf eine Wiederholung dieser Ausführungen hier verzichtet werden kann. Nur folgende Punkte aus den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen hätten im Enquetebericht vielleicht etwas mehr, als es geschehen ist, hervorgehoben werden dürfen:

1. Die solideren Bankiers haben sich angesichts der Gefahren, welche ihnen aus der Unsicherheit der bestehenden Rechtslage drohten, mehr und mehr von allen Zeitgeschäften mit dem Privatpublikum zurückgezogen[2]) und überliessen die Vermittelung der Kreditspekulation der Outsiders immer mehr den unreelleren Elementen des Bankierstandes, woraus — wie sich bei Behandlung des Kommissionsgeschäftes zeigen wird — schwere Missstände, die mit dem Börsenspiel an und für sich nichts gemein haben, entstanden sind.

2. Die neuere in der Judikatur eingeschlagene Richtung hat das eigentliche Börsenspiel in besonders verwerfliche Bahnen gebracht. Es ist vorgekommen[3]), dass Spekulanten, welche gewannen, die Differenzen als Gewinn einstrichen, während sie, sobald ihre Spekulationen fehlschlugen, den Differenzein-

---

[1]) Vgl. besonders die in der Enquete vernommenen Juristen Keyssner S. 471, v. Wilmowsky S. 820, Lesse S. 1372, v. Simson S. 1378. Kammergerichtsrat Keyssner sagt z. B.: „Die Unerkennbarkeit der Verhältnisse bringt die Schwankungen und Unsicherheiten in die Rechtsprechung und damit auch Misstrauen gegen die Gerichte.“

[2]) Siehe z. B. Winterfeldt S. 473.

[3]) Vgl. Cohnstaedt S. 1792, Weill S. 1950, Heimann S. 477, Samuel S. 478, Hinrichsen S. 672.

wand vorbrachten. Der Ausgang einer Spekulation ist aber für die Entscheidung der Frage, ob Börsenspiel vorliegt oder nicht, zweifellos irrelevant. Trotzdem wird durch den von der Judikatur betretenen Weg den Börsenspielern ein Privileg erteilt, an der Börse zu gewinnen, ohne die Gefahr des Verlustes zu tragen.

3. Was aus den Verhandlungen über das Differenzgeschäft im Kommissionsbericht in erster Linie hervorzuheben — nicht nur vorübergehend zu erwähnen — war, ist, dass auch unsre neuere Judikatur in ihrem Bestreben, das Börsenspiel zu bekämpfen, an der äusseren Gestalt klebte, ohne das Wesen der Sache zu treffen. Daher stand sie auch dem gefährlichen Börsenspiel, das sich mit Hilfe des Kassageschäftes in Façonschmiedeaktien, in den Aktien der Maschinenfabrik Schwartzkopff, der Patzenhofer-Brauerei, der Alkaliwerke Westeregeln, des Grusonwerkes u. s. w. vollzogen hat, völlig machtlos gegenüber. Das sog. Differenzgeschäft ist also nur eine der Formen, deren sich das Börsenspiel bedient, aber nicht die einzige. Es ist somit auch durch die ungenügenden Resultate, welche die Rechtsprechung über Differenzgeschäfte mit der Bekämpfung des Börsenspieles erzielt hat, wiederum die Aussichtslosigkeit jedes Versuches erwiesen, durch eine Beschneidung der Formen der Kreditspekulation die schädlichen Wirkungen der Kreditspekulation selbst zu beseitigen.

II.

Maklerwesen und Kursfeststellung[1]).

I. Maklerwesen.

a) Das bis 1896 geltende Recht.

Das deutsche Handelsgesetzbuch handelt in seinem siebenten Titel von den Handelsmaklern, welche amtlich bestellte Vermittler für Handelsgeschäfte sind und vor Antritt ihres Amtes auf ihren Eid getreue Erfüllung ihrer Pflichten versprechen. Die wesentlichsten derselben sind nach Art. 69: persönliche Ausübung des Maklergewerbes ohne Gehilfen, Verschwiegenheit über empfangene Aufträge; ferner dürfen die vereideten Handelsmakler nicht zu einem Kaufmann im Verhältnis eines Angestellten oder Handlungsbevollmächtigten stehen, sich nicht zu gemeinsamem Betrieb des Maklergeschäftes mit andern Maklern vereinigen, nicht von Abwesenden Aufträge annehmen etc., und endlich — die schwierigsten Anforderungen — sie dürfen weder für eigene Rechnung, noch als Kommissionäre Handelsgeschäfte eingehen, auch sich nicht für die Erfüllung der Geschäfte, welche sie vermitteln, verbindlich machen oder Bürgschaft leisten — dies aber unbeschadet der Gültigkeit

---

[1]) Vgl. hierzu vor allem: Max Weber, „Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete“, Abschnitt II in der Goldschmidtschen „Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht“ 1895 S. 156 ff.; ferner R. Ehrenberg, „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“ (Berlin 1883); die Aufsätze von Levy v. Halle über das hanseatische Maklerwesen (Schmollers Jahrb. von 1892); Struck, „Die Effektenbörse“ (Schmollers Forschungen Bd. III Heft 3); Salings Börsenpapiere Bd. I von R. Siegfried; Ring, „Maklergesetzentwurf“ 1886.

solcher Geschäfte; sie müssen ferner ein Handbuch führen und ausserdem ein Tagebuch, in welches alle abgeschlossenen Geschäfte täglich einzutragen sind. Es ist klar, dass der Gesetzgeber mit den meisten dieser Vorschriften das hohe Ziel verfolgte, den Handelsmakler einerseits loszulösen von allen persönlichen Beziehungen zu den Handeltreibenden, ihm jedes eigene Interesse an dem Marktpreis des gehandelten Objektes anderseits zu nehmen und ihn dadurch zum Vermittler zu machen, der unparteiisch über den Interessengegensätzen der Käufer, wie der Verkäufer steht. Die Erweiterung oder Einschränkung der in Art. 69 den Maklern auferlegten Pflichten ist nach Art. 84 der Landesgesetzgebung der deutschen Bundesstaaten überlassen, der es auch anheimgestellt ist, den Maklern das ausschliessliche Recht zur Vermittelung von Handelsgeschäften beizulegen. Von dieser Befugnis hat keine Landesregierung Gebrauch gemacht; die getroffenen Aenderungen sind andrer Art.

In Preussen galten bis 1896 die vom deutschen Handelsgesetzbuch für die vereidigten Makler gegebenen Vorschriften in vollem Umfang[1]). Ausserdem sind an den einzelnen Börsenplätzen besondere Maklerordnungen erlassen und die Makler der Disziplinargewalt der Börsenbehörde, bezw. der Handelskammern oder kaufmännischen Korporationen unterstellt worden. Der Berliner Makler untersteht hinsichtlich seiner Amtsführung der Kontrolle des Aeltestenkollegiums, welches Strafen, bestehend in Verweisen, Geldbusse bis zu 300 Mk. und Ausschliessung von der Börse bis zu drei Monaten, über ihn verhängen kann. Verstösse gegen die Vorschriften des Handelsgesetzbuches werden von den ordentlichen Gerichten durch Geldstrafen oder Amtsentsetzung geahndet. Aehnliche Bestimmungen galten für die übrigen preussischen Börsen. Eine Abweichung von dem im heutigen Königreich Preussen geltenden Recht bestand in der ehemaligen freien Reichsstadt Frankfurt a. M. Hier war die Bestimmung des Art. 69, dass Handelsmakler sich für die Erfüllung der von ihnen vermittelten Geschäfte nicht verbindlich machen oder Bürgschaft leisten dürfen, aufgehoben,

---

[1]) Art. 9 des Einführungsgesetzes zum Handelsgesetzbuch.

ebenso das Verbot von Geschäften für eigene Rechnung, wenn solche zur Anlage des Privatvermögens eines Maklers dienen und wenn dieser seinem Auftraggeber mitgeteilt hat, dass er selbst als Gegenkontrahent einzutreten wünsche.

In Bayern [1]) und Sachsen [2]) wurde im wesentlichen gleichfalls das Institut der vereidigten Handelsmakler im Sinne des Handelsgesetzbuches eingeführt, ebenso in Württemberg nur mit dem Unterschiede, dass hier die Makler Gehilfen zuziehen und Aufträge von Abwesenden entgegennehmen dürfen; die Anstellung der Makler erfolgt hier durch den Gemeinderat.

An den hanseatischen Börsen ist das Institut der vereidigten Makler abgeschafft: in Bremen seit 1867, in Hamburg durch Gesetz vom 30. Dezember 1871; bestehen blieb hier nur und zwar für alle Vermittler von Geschäften die Haftbarkeit für etwaige Abgaben von gewissen Geschäften und die Courtagetaxe. Sonstige Vorschriften über den Geschäftsbetrieb von Maklern im allgemeinen existieren nicht. Nur für gewisse Verrichtungen, wie die Abhaltung gerichtlich angeordneter Verkäufe, Abgaben von Gutachten, Vornahme von Schätzungen sind in Hamburg „beeidigte Auktionatoren", die der Disziplinaraufsicht der Deputation für Handel und Schiffahrt unterstehen, in Bremen „beeidigte Börsenmakler" angestellt. Die Vermittelung von Geschäften dagegen liegt in Händen unvereidigter Makler, auf welche Art. 69 des Handelsgesetzbuches keine Anwendung findet.

---

[1]) Bemerkenswert ist hier das Verfahren bei Anstellung der Makler. Die ansässigen Kaufleute schlagen die ihnen geeignet scheinenden Personen vor, die Handelsgerichte prüfen den Hergang und geben der Kreisregierung ihr Gutachten ab; hierauf erfolgt die Vorlage an das Justizministerium und die endgültige Ernennung durch den König.

[2]) In Dresden dürfen die Makler nur von Börsenmitgliedern Aufträge entgegennehmen, während die Makler in Leipzig Geschäfte aller Personen und Firmen, welche zur Handelskammer beitragspflichtig sind, vermitteln dürfen.

b) Die thatsächlichen Zustände des Maklerwesens zur Zeit der Börsenenquete.

1. Die Hansastädte.

Das Maklergeschäft ist hier ein völlig freies Gewerbe, das von so verschiedenartigen Elementen betrieben wird, dass von einem eigentlichen Fondsmaklerstand keine Rede mehr sein kann. An der Hamburger Börse finden wir „Makler", welche nur ihrer Funktion nach als Makler gelten können, thatsächlich aber zugleich kapitalkräftige Eigenhändler sind, ihre Geschäfte stets auf den eigenen Namen abschliessen und das Kommissionsgeschäft in grossem Umfange betreiben; neben diesen finden sich im Maklergewerbe Tagesspekulanten, welche in den kleinen Kursdifferenzen eines Tages ihren Gewinn suchen, eine wirtschaftliche Funktion für die Gesamtheit jedoch überhaupt nicht erfüllen; endlich finden wir Leute, welche die aufgegebenen Geschäfte zu einem bestimmten Kurs sofort ausführen, sich selbst — formell — in den Schlussnoten als Gegenkontrahenten bezeichnen, thatsächlich aber das Risiko der Engagements sofort wieder auf die — später zu behandelnden — Maklerbanken abwälzen. Unter diesen gewiss heterogenen Elementen des Maklerstandes sind die kleinen Tagesspekulanten allein „die Schmarotzerpflanzen, die den achtunggebietenden Bau der Hamburger Börse verunstalten, nach allgemeinem Urteil das einzige wirklich unsaubere Element, welches dort zu finden ist" [1]).

Die hanseatischen Kommissionsmitglieder und Sachverständigen haben sich durchaus günstig über die dortige Lage des Maklergewerbes ausgesprochen, sie erblicken vor allem in der Zugehörigkeit ihrer Vermittler zur Maklerbank für den Geschäftsverkehr eine grosse Sicherheit [2]), sie heben ferner hervor, dass ihre Makler, wenn sie irgend können, thatsächlich nur als Vermittler fungieren und für die für eigene Rechnung eingegangenen Geschäfte sofort Deckung zu suchen bemüht sind. Ein Bedürfnis nach vereidigten Handelsmaklern, wie sie

---

[1]) Max Weber l. c. S. 173.

[2]) So Schinckel S. 1250: „In den meisten Fällen erhält man diese Aufgabe (Maklerbank) und geht insofern also durchaus sicher."

das deutsche Handelsgesetzbuch vorschrieb, hat sich nach den Ergebnissen der Börsenenquete in Hamburg und Bremen nicht geltend gemacht.

Was die Mitwirkung von Maklern bei der Feststellung der amtlichen Notiz betrifft, so bestimmt die Sachverständigenkommission der Hamburger Fondsbörse aus der grossen Anzahl frei fungierender Vermittler alljährlich 14 Makler, für jede der sieben Effektengruppen zwei und einen Ersatzmann. Dabei wird darauf Rücksicht genommen, dass mit diesem Amt diejenigen Leute betraut werden, welche am meisten in den betreffenden Papieren handeln und nach Ansicht der Sachverständigenkommission am zuverlässigsten sind. Missstände sollen sich hieraus nicht ergeben haben, da seitens der Bankiers eine Kontrolle über die Makler geübt werde [1]) und das — später zu besprechende — Verfahren bei der Kursfeststellung derartig sei, dass etwaige unrichtige Angaben leicht festgestellt werden könnten. Die einzige Beschränkung, welche diesen Maklern auferlegt ist, besteht in dem Verbot, für auswärtige Auftraggeber Geschäfte abzuschliessen. Zuwiderhandlungen werden durch Ausschliessung des betreffenden Maklers von der Kursfeststellung geahndet. Da diese ein Ehrenamt ist, würde nach Ansicht des Sachverständigen Schinckel ein Makler von dieser Strafe schwer getroffen [2]).

Die Lübecker Effektenbörse ist so unbedeutend, dass kein Sachverständiger über die dortigen Verhältnisse vernommen wurde. Gesetzliche Bestimmungen über die Börsen- und Handelsmakler bestehen nicht. Die Vermittlerthätigkeit ist völlig frei und kann es hier sein, da die Kursnotierungen nicht durch Makler, sondern durch eine Bank und einen Bankier besorgt werden und rein private Veröffentlichungen sind.

2. Die übrigen deutschen Börsen.

In Berlin gab es zur Zeit der Börsenenquete etwa 80 beeidigte Makler, die sich zunächst in die drei grossen Gruppen der Wechsel-, Fonds- und Geldmakler schieden. Bei ihrer

---

[1]) Hinrichsen S. 689.

[2]) Stenogr. Ber. S. 1252.

Anstellung behielt sich das Aeltestenkollegium das Recht vor, denjenigen Zweig des Wechsel-, Fonds- und Geldgeschäftes zu bestimmen, in welchem der Makler sein Amt auszuüben hat. Jeweils 2—4 Maklern wurde eine bestimmte Anzahl der an der Fondsbörse gehandelten Objekte zugewiesen; es bestanden einige 30 solcher Gruppen. Jedes neu zum Handel zugelassene Effekt wird alsbald einer Gruppe überwiesen. Diese Einteilung ist deshalb nötig geworden, weil es bei der grossen Anzahl der gehandelten Papiere unmöglich wäre, den Gang der Geschäfte in jedem einzelnen zu kontrollieren und in kurzer Zeit den richtigen Börsenpreis für dasselbe festzustellen, wenn der Handel in einem Effekt sich auf alle 80 Makler zersplittern würde. Die Gruppeneinteilung wurde zeitweise revidiert und eine entsprechende Neueinteilung vorgenommen, wenn sich herausstellte, dass sich ein Makler für die Handelsvermittelung für ein bestimmtes Papier nicht eignet, oder dass er bei der bestehenden Gruppeneinteilung ein ungenügendes Einkommen bezieht. Ausser den vereidigten Maklern gab es noch sog. Pfuschmakler, die in betreff ihrer Thätigkeit nur den allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen unterlagen und für eigene, wie für fremde Rechnung Geschäfte in sehr bedeutendem Umfang abschlossen. Die ersteren nennt Weber „Propremakler“, die letzteren „Aufgabemakler“. Aeusserlich tritt der Unterschied zwischen beiden dadurch in die Erscheinung, dass erstere stets selbst als alleinige Kontrahenten auftreten, während letztere ihre Schlussnoten zunächst „an Aufgabe“ stellen und nachträglich erst einen Gegenkontrahenten benennen. Unter „Francomaklern“ versteht man Leute, welche auf dem Kassamarkt zu niedrigerem Courtagesatze als die vereideten Makler oder gar franco Courtage Geschäfte zu festen Kursen oder zu dem von den vereideten Maklern erst festzustellenden Kurs vermitteln. Alle nicht vereideten Makler wurden schlechthin „Pfuschmakler“ genannt. Diese Pfuschmakler, sowie die direkt — d. h. ohne Vermittelung der vereidigten Makler — unter sich kontrahierenden Börsenbesucher bildeten den sog. „freien Markt“, auf den bei der Kursfeststellung näher einzugehen ist. Die Zahl der vereidigten Fondsmakler in Berlin ist vom Jahre 1873—1893 von 110 auf 74 stetig gefallen, und

zwar betrug sie 1875: 105, 1880: 88, 1885: 84, 1890: 81. In welchem Verhältnis die Zahl der nicht vereidigten Makler in demselben Zeitraum zugenommen hat, ist aus den Veröffentlichungen der Enquetekommission leider nicht ersichtlich[1]). Ebenso hat es die Kommission unterlassen, in eine genauere Erforschung der Verhältnisse der unvereidigten Makler einzudringen. Die unvereidigten Makler bilden nicht — wie die Kommission anzunehmen schien — eine auch nur annähernd einheitliche Kategorie, sondern enthalten in ihren Reihen die verschiedenartigsten Elemente, deren Unterscheidungsmerkmale Weber treffend kennzeichnet, so dass es genügt, auf seine Ausführungen hier zu verweisen[2]).

Für die an der Börse abgeschlossenen Geschäfte machte der vereidete, wie der nicht vereidete Makler — soweit letzterer nicht als Selbstkontrahent auftritt — im Laufe des Nachmittags des Börsentages seinen Auftraggebern „Aufgabe", d. h. er bezeichnet jedem seiner Mandanten einen Gegenkontrahenten für das zum Abschluss gebrachte Geschäft. Wird die Aufgabe angenommen, so ist der Makler entlastet und hat sich um das Weitere, Erfüllung des Vertrages und Folgen der Nichterfüllung, nicht zu kümmern. Wird aber die Aufgabe — was bei Kassageschäften sehr selten ist, im Termingeschäft aber öfter vorkommt — vom Auftraggeber aus irgend einem Grunde zurückgewiesen, so hat der Makler eine neue Aufgabe zu machen und wenn es ihm bis zum nächsten Tag vormittags 11 Uhr nicht gelingt, durch Aufgabe eines konvenierenden Gegenkontrahenten seinen Auftraggeber zufriedenzustellen, so steht diesem gegen den — vereideten, wie unvereideten — Makler das Recht der Zwangsregulierung zu[3]). Unterbleibt diese, so galt dies als Verzicht auf die Aufgabe, der Makler haftet dann ohne Weiteres selbst als Kontrahent. Hierdurch war dem vereideten Makler also im Widerspruch mit dem Handelgesetzbuch die Pflicht auferlegt, selbst zu erfüllen[4]).

---

[1]) Statist. Anlagen S. 396.

[2]) Vgl. Weber l. c. S. 198 ff.

[3]) Vgl. R. Siegfried, „Salings Börsenpapiere" Bd. I (Berlin 1892) S. 442, § 10 der Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fondsbörse.

[4]) Näheres hierüber siehe bei Weber l. c. S. 183 ff.

In Frankfurt a. M. gab es, ebenso wie in Berlin, etwa 80 vereidete Makler. Infolge des grösseren Spielraums, welchen hier die gesetzlichen Bestimmungen der Thätigkeit des Maklers lassen, weist auch die thatsächliche Lage des Maklergewerbes im Vergleich zu den Berliner Verhältnissen wesentliche Verschiedenheiten auf.

Zunächst hat die freiere rechtliche Stellung den vereideten Makler konkurrenzfähiger gemacht gegenüber allen andern Vermittlern. Die nichtvereideten Makler spielen hier eine bei weitem unbedeutendere Rolle als in Berlin, grossenteils sind sie Aspiranten auf frei werdende Maklerstellen; das sog. Strohmännerwesen und Maklerbanken existieren hier nicht. Die wichtigste Folge der grösseren Bewegungsfreiheit der Frankfurter Makler ist, dass sie dadurch fast durchweg kapitalkräftigere Leute geworden sind, die bedeutenden Kredit geniessen und deshalb wiederum von ihrer Freiheit, formell zwischen die Kontrahenten zu treten, auch Gebrauch machen können. Thatsächlich sucht sich der Makler auch hier stets einen Gegenkontrahenten; beabsichtigt er dies nicht zu thun, so muss er nach der Maklerordnung diese Absicht dem andern Kontrahenten vor dem Geschäftsabschlusse bekannt geben. Zuwiderhandlungen werden disziplinarisch geahndet.

Auch hier hat sich, jedoch ohne Zuthun der Börsenbehörde, eine Teilung der Makler in Gruppen für die einzelnen Effekten herausgebildet. Da jedoch die Verteilung des Einkommens aus Courtage auf die einzelnen Makler sehr ungleich ausfiel, wandte sich die Handelskammer und das Wechselmaklersyndikat durch Rundschreiben an die ansässigen Bankfirmen mit dem Ersuchen, in der Folge die „Scontri“ neu einzuführender Wertpapiere nicht zu vergeben, bevor das Wechselmaklersyndikat in jedem einzelnen Falle seine diesbezüglichen Vorschläge gemacht habe [1]). Diese Scheidung in Gruppen wird jedoch nicht, wie in Berlin, streng festgehalten, sondern es kann jeder Makler in jedem zugelassenen Papier handeln.

Was die Provinzialbörsen betrifft, so fehlen in den Erhebungen der Enquetekommission fast jegliche Angaben be-

---

[1]) Puls, „Frankfurter Börsenhandbuch“ I (1892) S. 54.

züglich des Inhalts der hier etwa bestehenden Maklerordnungen, der Zahl der hier thätigen Makler und der Lage des Maklergewerbes überhaupt. Wir erfahren nur aus den Sachverständigenvernehmungen, dass an den kleineren Börsen wie München [1]), Königsberg [2]), Stettin [3]) die handelsgesetzlichen Vorschriften über die Handelsmakler zu Schwierigkeiten nicht geführt haben, dass es in Dresden [4]) von 1876—1889 überhaupt keine vereidigten Makler gab, ohne dass hieraus für die beteiligten Kreise im Vergleich zum heutigen Zustand irgend welche Nachteile erwachsen seien. Bezüglich der etwas grösseren Leipziger Börse [5]) erfahren wir dagegen schon, dass auch hier die gleichen in folgendem zu behandelnden Missstände zu Tage getreten sind, wie an der Berliner Börse. Diese Missstände beruhen auf dem Kontrast zwischen dem thatsächlichen Geschäftsgebaren des heutigen Fondsmaklers und den Bestimmungen, welche das Gesetz dem beeidigten Makler vorschreibt.

Ein ausschliessliches Recht zur Vermittelung von Börsengeschäften im Effektenverkehr ist den vereideten Maklern nirgends in Deutschland eingeräumt; vielmehr werden Geschäfte in grossem Umfange teils durch unvereidigte Makler, teils durch direkten Verkehr der Börsenbesucher untereinander abgeschlossen. Unter diesen Verhältnissen hat sich das Institut der vereidigten Makler nirgends in seiner ursprünglichen Reinheit erhalten, vor allem nicht an den grossen Börsen. Diese Thatsache wurde fast von keinem Sachverständigen der Effektenbörse bestritten; besonders die wichtigste Pflicht, welche der Gesetzgeber dem vereidigten Makler auferlegt hat, wird vielfach umgangen: die vereidigten Makler schliessen mit Hilfe von ihnen nahestehenden Bankiers, sog. Strohmännern, täglich eine grosse Anzahl von Geschäften für eigene Rechnung ab. Von vielen ähnlich lautenden Aussagen mag hier die Erklärung des Sachverständigen Winterfeldt [6]) Platz finden: „Es ist ein offenes Geheimnis, dass trotz

[1]) Finck S. 1253.

[2]) Schröter S. 1256.

[3]) Abel S. 203.

[4]) Arnhold S. 206.

[5]) Favreu S. 688.

[6]) Stenogr. Ber. S. 525.

des Eides, welchen die vereideten Makler leisten müssen, sie doch durch die Verhältnisse gezwungen sind, Engagements für eigene Rechnung einzugehen, und deshalb ist der Zustand des vereidigten Maklers in der That ein unerträglicher."

Es unterliegt keinem Zweifel, dass der Gedanke an sich gut ist, den Vermittler zwischen zwei Parteien zu verhindern, selbst Partei zu werden. Dennoch haben die hanseatischen Börsen den Handelsmakler im Sinne des Handelsgesetzbuches ganz beseitigt, dennoch hat die Frankfurter Börse den Handelsmaklern das Recht zur Bürgschaftsleistung und zum Selbsteintritt verliehen, dennoch sind die vereidigten Makler der grösseren Börsen durch die Verhältnisse gezwungen worden, ihre beschworenen Pflichten zu verletzen. Welcher Art sind nun diese „Verhältnisse", welche eine an sich gute, auf sittlicher Grundlage beruhende Einrichtung als unbrauchbar erscheinen lassen?

Zur Beantwortung dieser Frage enthalten die Aussagen der Sachverständigen eine Fülle von Material. Zunächst weisen die vernommenen Makler, wie auch andre erfahrene Börsenleute die Anschauung zurück, die vereidigten Makler schlössen etwa Geschäfte für eigene Rechnung ab, um selbst zu spekulieren [1]. „Es ist doch gar nicht anzunehmen," sagt der Sachverständige Kaempf, „dass der vereidigte Makler gerade darauf lossteuert, für eigene Rechnung Geschäfte zu machen und grosse Obligos zu übernehmen. Im Gegenteil, jeder einzelne hat ein Interesse daran, möglichst glatt von der Börse wegzugehen und seine Courtage in Sicherheit zu bringen. Ist der Makler in der That ein unsinniger Spekulant, dann hat er seinen Beruf verfehlt und wird über kurz oder lang aus den Listen gestrichen werden." Ebenso sagt der Sachverständige Russell [2]: „Ich glaube, ein solcher Makler würde schwerlich das Vertrauen des Publikums haben: dem würde man seine Aufträge nicht überschreiben."

2. Es können Fälle vorkommen, wo der Makler als Käufer und gleichzeitig als Verkäufer zwischen seine Auftraggeber

---

[1]) Russell S. 533, Lehmann S. 1677, Kaempf S. 874.

[2]) Stenogr. Ber. S. 533.

treten oder einen „Strohmann“ zwischen sie treten lassen muss, um einen Auftrag überhaupt ausführen zu können, manchmal auch nur, um den Wünschen eines oder des andern Auftraggebers gerecht zu werden. Am besten geben hierüber die Ausführungen des vereidigten Berliner Maklers Benary [1]) Aufschluss. Er sagt: „Ich finde auch meine Anlehnung an einen sog. Strohmann; einzelne dieser Beziehungen, die gewählt sind, um die gesetzliche Form zu wahren, bestehen mit Wissen aller Behörden lange Jahre, ohne dass daran Anstoss genommen ist [2]). Die Firma, mit der ich derartige Beziehungen habe — ich spreche ganz offen — besteht über 50 Jahre.“ Der Zweck dieser Strohmänner ist, „die Bequemlichkeit zu leisten, die der Makler nach dem Wortlaut des Handelsgesetzbuches zu leisten behindert ist.“ Für diese Behauptung werden folgende Beispiele angeführt:

Ein Makler hat Mk. 15000 Pfandbriefe zu verkaufen von folgender Stückeeinteilung: ein Stück à Mk. 3000, fünf Stücke à Mk. 2400; es finde sich nun ein Käufer für Mk. 6000 und ein andrer für Mk. 9000. Bei dieser Stückeeinteilung kann der Makler das Geschäft nicht machen. Das zwingt ihn, einen Vorrat von kleinen Stücken zu halten, um sie zu tauschen, damit dann sowohl der Verkäufer, wie der Käufer zu ihrem Rechte kommen. In noch höherem Grade als im Effektenhandel ist ein derartiges Dazwischentreten des Maklers im Wechselhandel nötig. „Wenn ich,“ sagt Benary, „heute eine grosse Summe von Wechseln, wie sie in solider Anlage gebraucht werden, wie sie die Reichsbank und andre Behörden brauchen, Wechsel von 60, 80, 100 verschiedenen Firmen liefern würde, so hätte z. B. die Reichsbank grössere Mühe mit der Zensur, sie müsste jeden einzelnen Wechsel genauer ansehen, sie hätte ausserdem mehr Mühe mit der formellen Prüfung. Da wird nun ein Sicherheitsventil geschaffen und Garantie gegeben dadurch, dass

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 200.

[2]) So erzählt der Sachv. Alexander (S. 541): „Schon als der vereidigte Wechselmakler Volkmar existierte, dessen Geschäft sich jetzt in dritter Generation befindet, existierte die Firma B. Goldschmidt, die ihm diese Ausgleichung bewirkte.

ihr diese Wechsel von einer ganz solventen Firma geliefert werden."

Ferner: Ein Bankier erteilt dem Makler den Auftrag, 100000 Rubel russische Noten zu verkaufen; der Makler finde etwa 200 Käufer kleinerer Beträge in der Gesamthöhe von 100000 Rubel. Dem Bankier wäre es nun sehr unbequem, seine 100000 Rubel an 200 verschiedene Firmen zu liefern und das Geld hierfür einzukassieren. Da erklärt sich der Makler für die Courtage bereit, einen Strohmann zu beschaffen, der die Lieferung zu einem grossen Teile übernimmt und dem Bankier dafür eine grössere Aufgabe macht.

Am meisten tritt die Notwendigkeit eines derartigen Verfahrens auf dem Fondsmarkt im Ultimogeschäft an den vereidigten Makler heran. Es kommt hier nicht selten vor, dass der Makler seinem Auftraggeber einen Gegenkontrahenten gegenüberstellen müsste, der diesem aus irgend welchem Grunde nicht konveniert. „Die Aufgabe mancher kleineren, aber doch guten Firma würde der Bankier, weil er sie nicht genügend kennt oder sich nicht erst der Mühe der Erkundigung unterziehen will, oft nicht annehmen. Der Makler dagegen kennt oft seinen kleineren Kunden als gut, macht deshalb in Ruhe das Geschäft mit ihm, indem er dem Bankier in angegebener Weise eine von diesem als unbedingt sicher anerkannte Aufgabe macht. Hier liegt also das Nützliche für das grössere wie für das kleinere Haus auf der Hand."

3. Die Hauptursachen, welche zu dem heutigen Zustande geführt haben, sind die Schnelligkeit, womit sich der moderne Börsenverkehr vollzieht, und die Konkurrenz der unvereidigten Makler, der Kommissionäre, Agenten etc., unter welcher der vereidigte Makler leidet. „Früher," sagt der Sachverständige Kaempf[1]), „als das Geschäft noch Kleinkram war, kam der Verkäufer zum Makler und sagte, verkaufe Mk. 30000 Diskonto-Commandit; dann wartete der Makler ab, bis ein geeigneter Käufer mit dem entgegengesetzten Auftrag kam, und führte Verkäufer und Käufer zusammen. Jetzt wickeln sich die Sachen anders ab." Der heutige Börsenverkehr zwischen einem Börsen-

[1]) Stenogr. Ber. S. 872.

platz und den ausserhalb desselben wohnenden Kommittenten vollzieht sich fast nur durch den Telegraphen. Der Bankier gibt nicht mehr dem Makler einen einzelnen ihm zugegangenen Auftrag, sondern das Gesamtresultat der ihm zugegangenen Kaufs- und Verkaufsaufträge für ein bestimmtes Papier. „Es wird nicht mehr [1]), wie in früheren Zeiten, jedes einzelne Geschäft selbständig vermittelt, mit Ruhe und Behaglichkeit überlegt, sondern dem Makler wird gesagt, ich habe die und die Summe zu kaufen. Nun will der Kommittent noch in der ersten halben Stunde von der Börse die Antwort haben. Bei der Schnelligkeit des Verkehrs ist es in dieser halben Stunde sehr häufig beim besten Willen nicht möglich, die gesamte Summe der Gegenkontrahenten nunmehr schon zu finden, die zur Erledigung dieses Auftrages nötig ist. Er will aber das Geschäft noch zum Abschluss bringen, der andre drängt ihn auch darauf und er sagt: gut, das Geschäft ist abgemacht, ich werde dir die Kontrahenten noch angeben. Das sind anfänglich bloss die letzten 5000 oder 10000 Thlr., für welche er sich die Aufgabe noch vorbehalten hat, weil er für diese noch die entsprechenden Gegenkontrahenten an der Börse suchte.“ In noch höherem Grade ist der Makler gezwungen, so zu verfahren bei den im Terminhandel nicht selten vorkommenden, „in der Zeit limitierten Börsenordres“. Ein solcher Auftrag ist nur bis zu einem bestimmten Zeitpunkt der Börsenzeit gültig und erlischt, wenn er bis dahin nicht ausgeführt ist. Der Makler ist meist seiner Sache sicher, einen Gegenkontrahenten nachträglich zu finden, und schliesst vorerst das Geschäft „an oder per Aufgabe“ ab, d. h. er behält sich vor, einen Gegenkontrahenten zu nennen und will seinem Auftraggeber nur die Möglichkeit gewähren, seinem Kommittenten die Ausführung der Ordre anzugeben. Der Makler glaubt, in dieser Weise um so unbedenklicher verfahren zu dürfen, weil er die Marktverhältnisse des gehandelten Papieres und die Personen genau kennt, welche sich für dieses bestimmte Wertpapier interessieren [2]). Im Kassamarkt besteht bei der in Berlin üblichen

---

[1]) Russell S. 533.
[2]) Kopetzky S. 197.

Kursfeststellungsmethode (Einheitskurs) für den Makler weniger Veranlassung zum Selbsteintritt als im Terminmarkt [1]). Und doch ist auch hier der vereidigte Makler nicht selten genötigt, Beträge selbst zu übernehmen bezw. durch seinen Strohmann übernehmen zu lassen. „Beim Kassageschäft ist," sagt der Sachverständige Alexander [2]), „die Thätigkeit der Makler mehr eine abwägende, totalisierende als eigentlich vermittelnde; sie rechnen die Ordres gegeneinander ab. Es kommt aber der Fall vor, dass eine absolute Ausgleichung nicht zu finden ist: bei 84 sind noch Mk. 1200 eines Papieres gesucht, bei 84,10 sind noch Mk. 1800 vorhanden. Damit es nun schneller geht, gibt der eine Makler dem Kommittenten die 1200, oder der andre übernimmt sie von dem Kommittenten. Dazu gibt es eine ganze Reihe von Geschäften, bei denen der Makler nichts andres thun kann, wie als Selbstkontrahent eintreten: das sind die Tauschgeschäfte. Dem Makler liegen, und zwar in demselben Rayon, immer Tauschlimiten vor. Der eine will kleine gegen grosse Stücke tauschen; der Makler muss zuerst den Kurs der grossen, dann den Kurs der kleinen machen und dann, wenn der Kurs stabil ist, die grossen Stücke übernehmen in der Erwartung, dagegen kleine wieder geben zu können. Auch da ist das Recht, als Selbstkontrahent einzutreten, in sehr hohem Masse Notwendigkeit."

Man könnte nun allen diesen Sachverständigenaussagen gegenüberhalten, der vereidigte Makler hätte sich Anforderungen des Verkehrs, welche ihn mit seinem Eide in Konflikt brachten, widersetzen müssen. Aber das wäre für ihn gleichbedeutend gewesen mit der Aufgabe seines Berufes. Angenommen, ein Makler habe Mk. 100 000 eines Papieres zu verkaufen, er finde aber nur für Mk. 95 000 Käufer, wolle selbst die restlichen Mk. 5000, die sog. „Spitze" nicht, wie er es heute thut [3]), übernehmen und würde seinem Auftraggeber, einem Bankier, dies mitteilen. Der Bankier übernimmt die restlichen Mk. 5000 auch

---

[1]) Winterfeldt S. 534.

[2]) Stenogr. Ber. S. 541.

[3]) Benary S. 200, Kopetzky S. 127, Russell S. 533, Kaempf S. 873, Alexander S. 541 und viele andere über die Uebernahme der sog. „Spitze".

nicht: er leidet aber zu sehr unter dem Druck der Konkurrenz, als dass er seinem Kommittenten sagen könnte, die ihm übertragene Ordre habe bis auf einen kleinen Bruchteil ihre Erledigung gefunden. Der Bankier, der seinem Kunden öfter solche Mitteilungen machen wollte, würde sich den Vorwurf der Unfähigkeit zuziehen und glaubt ihn deshalb auch gegen den Makler erheben zu dürfen, der mehrmals Aufträge, die nach dem Kursstand als ausführbar erschienen, nur teilweise zur Ausführung gebracht hat. Der Bankier wird sich eines solchen Maklers nicht ferner bedienen und zu den unvereidigten Maklern, Agenten, Kommissionären etc., welche auch Börsengeschäfte vermitteln, ohne durch solche Schranken eingeengt zu sein, seine Zuflucht nehmen [1]. „Die Konkurrenzverhältnisse der Börse," sagt der vereidigte Makler Lehmann [2], „wirken darauf hin, dass jeder möglichst bestrebt ist, sich seine Kundschaft zu erhalten, und der eine nie weiss, was der andre thut. In dem Moment, in dem der eine Makler ablehnt, einen solchen Restbetrag zu behalten, tritt sofort der Konkurrent in die Schranken und sagt: ich werde das doch nehmen, teils weil er die Ordre so hat, dass er es noch verwenden kann, teils, um auf diesem Wege Konkurrenz zu machen, so dass immerhin eine gewisse Zwangslage für jeden Makler geschaffen ist, in einem solchen Fall einzutreten."

Die hauptsächlich auf der Vervollkommnung des Nachrichtenwesens beruhende Entwickelung des modernen Börsenverkehres und die Konkurrenz der nicht vereideten Makler, sowie der Bankiers in der Vermittelung von Börsengeschäften waren also die Hauptursachen, welche den Börsenmakler mehr und mehr von der ihm im Handelsgesetzbuch vorgeschriebenen Bahn ab-, in die Stellung des Kommissionärs hineingedrängt haben. Diese Entwickelung ist so weit gediehen, dass ein Sachverständiger mit Recht sagen konnte, der vereidigte Makler müsse im Laufe der Zeit verhungern oder Kommissionär werden [3].

---

[1]) Winterfeldt S. 534.

[2]) Stenogr. Ber. S. 1674.

[3]) Dr. Siemens S. 1990. Ebenso sagt Weber l. c. S. 201: „Ein Makler, der einen Auftrag, als zu dem bezeichneten Kurse nicht realisier-

Für die blosse Vermittelung von Geschäften hat sich aus diesem freien Wettbewerb, soweit aus den Sachverständigenvernehmungen ersichtlich, kein erheblicher Missstand ergeben; der bestehende Zustand hat im Gegenteil „alle Vermittelungssätze auf diesem Gebiete auf ein Minimum herabgesetzt“ [1]) und für die prompte Erledigung nur fördernd gewirkt.

Dagegen liegt den vereidigten Maklern an fast sämtlichen Börsen teils gesetzmässig, teils thatsächlich eine Funktion von allergrösster Wichtigkeit ob, die der amtlichen Kursfeststellung. Man hat sie wegen ihrer Kenntnis des Marktes und wegen der Garantien, welche die Bestimmungen des Handelsgesetzbuches für ihre Unparteilichkeit und Zuverlässigkeit bieten, allenthalben als die geeignetsten Organe befunden, inmitten der Interessengegensätze des Marktes unbeirrt von den hier herrschenden Strömungen täglich für die gehandelten Objekte den Preis festzustellen, welcher den gemeinen Wert derselben darstellen soll. „Wenn die Einrichtung von vereideten Maklern,“ sagt Cohn [2]), „von Männern, die in öffentliche Pflicht genommen sind, behufs Vermittelung und Bezeugung der Geschäftsabschlüsse, nicht längst vorhanden gewesen wäre, so müsste sie in jenem Zusammenhang (zum Zweck der amtlichen Kursfestsetzung) immer wieder neu erfunden werden.“

Einerseits daraus, dass die vereidigten Makler mit dieser wichtigen Funktion betraut sind und anderseits daraus, dass sie des Charakters, den ihnen das deutsche Handelsgesetzbuch aufgeprägt hat, unter den bestehenden Verhältnissen mehr und mehr entkleidet werden, entstehen die Hauptschwierigkeiten für die später zu behandelnde Reformfrage des Maklerwesens.

c) Maklerbanken.

Maklerbanken bestanden zur Zeit der Börsenenquete in Berlin und Hamburg, und zwar in Berlin der Berliner Makler-

---

bar, ablehnte, würde, wenn der betreffende Kurs nachher dennoch als gehandelt im Kursblatt erscheint, niemals wieder mit Aufträgen bedacht werden.“

[1]) Russell S. 533.

[2]) Cohn, „Beiträge zur deutschen Börsenreform“ S. 93.

verein, der Börsenhandelsverein und die Maklerbank, und in Hamburg die Hamburger Maklerbank [1]). Es sind sämtlich Aktiengesellschaften mit je 3 Millionen Grundkapital, die sich damit befassen, für die von ihren Agenten — unbeeidigten Maklern — abgeschlossenen Geschäfte das Delcredere zu übernehmen, bezw. dritten gegenüber als Selbstkontrahenten einzutreten. Ausserdem gibt es noch eine Reihe von Maklerfirmen, die — ohne Aktiengesellschaften zu sein — das Geschäft in ganz gleicher Weise betreiben, wie Maklerbanken [2]). Der Geschäftsgewinn der Maklerbanken, der im Verhältnis zu dem kleinen Grundkapital seit ihrem Bestehen recht beträchtlich ist [3]), besteht aus den Zinsen des Grundkapitals und einem Anteil an der Courtage, welche die Makler bezw. Agenten für den Abschluss der Geschäfte zu beanspruchen haben [4]). Das Risiko der eingegangenen Geschäfte trägt nur der Agent, nicht die Maklerbank, welche sich jenem gegenüber auf dem Wege besonderer Vereinbarung deckt. Auch die Agenten der Maklerbanken trachten danach, das Risiko eines von ihnen abgeschlossenen Spekulationsgeschäftes möglichst bald wieder von sich abzuwälzen. Erhält der Agent bezw. unvereidete Makler einen Kaufauftrag, so schliesst er dieses Geschäft sofort ab, indem er als Verkäufer die Maklerbank aufgibt; dann erst bemüht er sich, einen Verkäufer zu finden, dem gegenüber er als Käufer wiederum die Maklerbank bezeichnet. Auf diese Weise sucht er stets einen Ausgleich der ihm erteilten Kauf- und Verkaufsordres herbeizuführen. Er ist also nicht selbst Effektenhändler, obwohl er in jedem einzelnen Geschäft als solcher formell erscheint. Es lässt sich allerdings darüber streiten, ob die Agenten juristisch noch als Makler oder als Händler anzusehen sind. Die letztere Ansicht [5]) würde zu der Konsequenz führen, dass man diesen Agenten das Recht auf

---

[1]) Siehe „Salings Börsenpapiere" 1892/93 Bd. II S. 298 ff.

[2]) Kopetzky S. 218.

[3]) Siehe „Salings Börsenpapiere" 1892/93 Bd. II S. 298 ff.

[4]) Ueber die Einrichtungen der Maklerbanken vgl. bes. Kopetzky S. 216 ff., Benary S. 219 ff. und Gwinner S. 2000 ff.

[5]) Gwinner S. 2000 und 2004.

Courtage versagen müsste, auf welcher — wie oben gesagt — gerade der Gewinn der Maklerbanken beruht.

Die Agenten beschränken ihre Thätigkeit ausschliesslich auf Geschäfte mit den Börsenbesuchern, also berufsmässigen Börsenhändlern und Spekulanten [1]). Die Personen oder Handelsfirmen, mit welchen die Agenten Börsengeschäfte abschliessen, sind nach ihrer Kreditwürdigkeit in verschiedene Kategorien geteilt; die Grenze, bis zu welcher die Maklerbank Börsenengagements mit ihnen eingeht, ist vom Aufsichtsrat der Gesellschaft gezogen und muss vom Vorstand derselben eingehalten werden [2]). Es ist klar, dass die Aufsichtsräte der Maklerbanken, um ihrer Aufgabe gewachsen zu sein, stets über die Vermögens- und Kreditverhältnisse der Börsenbesucher unterrichtet sein und daher mitten im Geschäftsleben stehen müssen. Man hat deshalb mit dieser Aufgabe vielfach Bankiers oder Direktoren andrer Banken betraut. Die Aufsichtsräte haben nicht nur das Recht, sondern sogar die Pflicht, die über die Börsenengagements geführten Bücher einzusehen. Die Befürchtung liegt nahe, es möchten diese Organe aus der Menge von Spekulationsgeschäften, welche sich in der Maklerbank konzentrieren, eine Uebersicht über die Lage des Marktes eines Effektes und über die Richtung der Spekulation gewinnen und diese Kenntnis zu Spekulationsgeschäften ausbeuten, die sie entweder für eigene Rechnung oder für die von ihnen geleiteten Banken eingehen.

Von einer Seite wurde diese Befürchtung in vollem Umfang geteilt [3]). „Wenn sich ein starkes Decouvert in schwachen Händen gebildet hat, so jagt er (der Leiter oder Aufsichtsrat einer Maklerbank) durch ostentative Käufe dem kleinen Spekulanten einen Schrecken ein, und er hat einen sicheren Gewinn in der Hand. Umgekehrt, wenn die Haussespekulation sich in schwachen Händen befindet, so geht er mit Blankoverkäufen vor."

Gegen diese Ansicht wurden von andern Sachverständigen,

---

[1]) Benary S. 219.

[2]) Benary S. 222—224, Kopetzky S. 216 ff.

[3]) Dr. Müller S. 1813, Basch S. 1002.

besonders solchen, welche selbst Aufsichtsräte von Maklerbanken sind, folgende Argumente angeführt [1]):

1. Selbst wenn jemand Einblick in die Bücher einer Maklerbank hat, wird er sich aus den Börsengeschäften, welche sich hier ansammeln, nur ein falsches Bild von der Lage des Marktes machen können, weil er die „Positionen“ der andern Maklerbanken nicht kennt. Wer in einem Effekt bei einem Institut als Käufer auftritt, kann bei einem andern Verkäufer sein [2]).

2. Die Direktoren andrer Banken können die aus den Büchern gewonnene Kenntnis der Richtung der Spekulation gar nicht zu Spekulationsgeschäften verwerten, weil ihnen selbst solche verboten sind [3]).

3. Wenn sich überhaupt aus den Aufzeichnungen der Maklerbanken eine Uebersicht über den Gesamtmarkt eines Papiers gewinnen lässt, so kann es von grossem Vorteil sein, dass die Spekulation noch rechtzeitig eingreift, um die in einem Wertpapier nach irgend einer Richtung zu stark engagierte Börse zu entlasten [4]).

4. Würde man die Maklerbanken beseitigen, so würde dieselbe Wirksamkeit von privaten grossen Maklerfirmen entfaltet, von denen bereits heute eine ganze Reihe besteht [5]). Die Leiter dieser Geschäfte vermöchten dann ebenso wie heute die Leiter grosser Banken aus der Masse der Börsenengagements Schlüsse auf die Richtung der Spekulation zu ziehen und darauf ihre eigenen Spekulationsgeschäfte zu gründen. Auch Lexis [6]) sprach sich dahin aus, es mache keinen Unterschied, ob Maklerbanken oder Privathändler dieselben Geschäfte machen.

Um weiter das gegen die Maklerbanken vorgebrachte Bedenken zu entkräften, wiesen die Sachverständigen noch auf besondere Vorzüge derselben hin:

---

[1]) Benary S. 226, Alexander S. 557, Goldberger S. 716, Bamberger S. 717, Hinrichsen S. 717, Winterfeldt S. 757, Kaempf S. 889, Lappenberger S. 1394 u. a.

[2]) Benary S. 226, Winterfeldt S. 557.

[3]) Winterfeldt S. 557.

[4]) Kopetzky S. 218.

[5]) Kopetzky S. 217, Gwinner S. 1999, Salomon S. 1262.

[6]) Stenogr. Ber. S. 3592.

1. Seit Bestehen dieser Institute ist im Terminhandel eine Vereinfachung und grössere Sicherheit des Verkehrs eingetreten. Der Auftraggeber, dem die Maklerbank als Gegenkontrahent bezeichnet wird, ist jeder weiteren Prüfung über dessen Kreditwürdigkeit enthoben, die ihm nicht erspart bliebe, wenn er mit dem Makler allein, oder einem von diesem aufgegebenen unbekannten Börsenhändler oder Spekulanten ein Geschäft abschliessen wollte [1]).

2. Die Maklerbanken achten genau darauf, dass der Umfang der Spekulationsgeschäfte ihrer Kunden nicht über den Rahmen ihrer Kreditwürdigkeit hinausgeht. Diese fortwährende Kontrolle hindert den einzelnen, über seine Kräfte hinauszugehen, und verhütet somit eine ungesunde Spekulation [2]).

3. Schliesslich tragen die Maklerbanken zur Entfaltung des Reportgeschäftes bei, das für die sichere und gut verzinsliche Anlage grosser Kapitalien von Bedeutung ist [3]).

Alle von den Sachverständigen abgegebenen Erklärungen vermögen zwei Bedenken nicht zu zerstreuen.

1. Die Maklerbanken haben Bedeutung für die Kursfeststellung. Die Banken selbst spekulieren nicht; auch ihre Agenten und Direktoren können für eigene Rechnung nur im Rahmen der von ihnen gestellten Kautionen Börsengeschäfte abschliessen. Alle diese Leute haben zunächst nur wie jeder andre Börsenbesucher durch die von den einzelnen gemachten Geschäfte Einwirkung auf die Bestimmung des Kurses [4]). Aber diese einheitliche Organisation unvereidigter Makler, die Masse der von ihnen abgeschlossenen Geschäfte räumen ihnen mehr und mehr Einfluss auf die Preisnotierung ein, die nach den geltenden Vorschriften den vereidigten Maklern — wo solche bestehen — zukommt. Es ist dies ein weiterer Grund, die vereideten Makler konkurrenzfähig zu machen.

2. Man kann sich nicht verhehlen, dass sich auf der Kenntnis der Engagements einer, besonders aber mehrerer Maklerbanken Börsenoperationen aufbauen lassen, durch welche

---

[1]) Basch S. 1002, Salomon S. 1262, Dr. Siemens S. 1998.

[2]) Goldberger S. 715, Kaempf S. 888, Salomon S. 1262.

[3]) Benary S. 219.

[4]) Lehmann S. 1700.

weite Kreise geschädigt werden. Es ist dies aber, wie wir oben gesehen haben, kein Grund, gegen Maklerbanken einzuschreiten, weil durch andre Geschäftshäuser dieselbe Thätigkeit entfaltet werden kann.

II. Kursfeststellung.

1. Bedeutung des Börsenpreises.

Die Veränderungen in dem Kurse eines Wertpapieres sollen ein getreues Bild der Marktvorgänge, d. h. der Wirkung der preisbestimmenden verschiedenen Faktoren geben. Dass der festgestellte Börsenpreis diesen Anforderungen entspreche, ist deshalb von besonderer Wichtigkeit, weil er seine Bedeutung weit über den Kreis der berufsmässigen Börsenhändler hinaus erstreckt. Einmal dienen die an der Börse notierten Kurse vielen ausserhalb der Börse abgeschlossenen Geschäften, nicht nur in Waren, sondern auch in hohem Grade in Effekten, besonders sogenannten Anlagepapieren zur Grundlage; ausserdem ist der Markt- oder Börsenpreis für die richtige Bewertung von Vermögensobjekten und somit auch für die Entscheidung rechtlicher Fragen massgebend. Nach Art. 185a und 239b des deutschen Handelsgesetzbuches ist beispielsweise der Börsenpreis zu Grunde zu legen bei Aufstellung von Bilanzen der Kommanditgesellschaften auf Aktien und von Aktiengesellschaften, nach Art. 343 und 357 bei Ausübung des Exekutionsrechtes gegen den in Erfüllung eines Handelsvertrages säumigen Kontrahenten, bezw. bei Berechnung des Schadenersatzes; endlich ist der Börsenpreis von grösster Wichtigkeit für das Kommissionsgeschäft, da nach Art. 376 dem Kommissionär, seinem Auftraggeber gegenüber, das Selbsteintrittsrecht zum Börsenpreis zusteht.

Bei dieser weitgehenden Bedeutung des Börsenpreises wurde es anlässlich der Börsenenquete mit Recht als nötig befunden, über die für Kursfeststellung bestehenden Einrichtungen der deutschen Börsen eingehende Erhebungen vorzunehmen. Gerade aus diesen Schilderungen des Bestehenden

war — bei der Verschiedenartigkeit des Verfahrens — für die Reform mehr zu gewinnen als durch lange Ausführungen darüber, wie sich nach Ansicht der einzelnen die Reform gestalten soll.

2. Die zur Zeit der Börsenenquete mit der Kursfeststellung betrauten Personen.

In Berlin ist die Kursfeststellung nach § 16 der Börsenordnung einem der Börsenkommissäre übertragen, von denen jeweils zwei nach einem bestimmten Turnus die Aufsicht über die Börse führen. Die Entscheidung über die endgültige Notiz liegt in den Händen dieses Aufsichtsbeamten, der die vereidigten Makler lediglich zu seiner Information zuzieht, sich aber auch auf andrem Wege die nötigen Auskünfte verschaffen kann.

Diese Vorschrift besteht jedoch nur formell, thatsächlich findet die Kursfeststellung durch die vereidigten Makler, ohne Mithilfe des Börsenkommissärs, statt. Die Makler sind in Gruppen von je zwei, höchstens drei Personen geteilt, denen der Handel in bestimmten Wertpapieren ausschliesslich übertragen ist. Die einzelnen Gruppen stellen die Kurse fest, und der Börsenkommissär schreitet nur ein, wenn bei ihm von einem Börsenbesucher Beschwerde über die Notiz geführt wird [1]. Dies ist sehr selten der Fall, da ein Bankier sich manchmal lieber einen kleinen Verlust gefallen lässt, als dass er den Beschwerdeweg ergreift [2].

In Frankfurt a. M. wählen die beeidigten Wechselmakler 14 aus ihrer Mitte, aus welchen die Handelskammer 7 Mitglieder des Syndikats und 3 Ersatzmänner auf 2 Jahre ernennt [3]. Auch hier sind die Makler in Gruppen eingeteilt; diese Einteilung wird jedoch durchaus nicht mit der Strenge beobachtet, wie in Berlin, sondern es steht jedem der Makler das Recht zu, in jedem zum Handel zugelassenen

---

[1]) Kopetzky S. 163.
[2]) Kussel S. 1481.
[3]) Maklersyndikatsordnung vom 15. Juli 1851.

Effekt Geschäfte abzuschliessen [1]). Um 1 1/2 Uhr haben sämtliche Makler wahrheitsgetreue Mitteilungen über ihre Aufträge, bezw. die abgeschlossenen Geschäfte an das Syndikat zu machen, das dann die zu veröffentlichenden Kurse endgültig festsetzt.

In Hamburg, wo man das Institut der vereideten Makler nicht kennt, werden von der „Sachverständigenkommission für den Effektenhandel“ Makler zur Mitwirkung bei den Kursnotierungen ernannt. Die an der Börse gehandelten Effekten zerfallen in 7 Gruppen; für jede derselben sind 2 Makler bestimmt, welche Anmeldungen über die in Effekten ihrer Gruppe abgeschlossenen Geschäfte entgegennehmen; auf Grund dieser und der von ihnen selbst abgeschlossenen Geschäfte stellen die Makler die Kurse fest. Anmeldungen können nur von den in das Firmenregister der Fondsbörse eingetragenen Firmen gemacht werden; unrichtige Angaben werden disziplinarisch geahndet.

Die Einrichtungen der übrigen deutschen Börsen schliessen sich den in Berlin oder Frankfurt a. M. bestehenden an und weisen keine besonderen Eigentümlichkeiten auf. Nur in Lübeck werden die Kurse für Effekten von einer Bank und einem Bankier festgesetzt, gelten aber auch nicht als amtliche Notizen, sondern als rein private Veröffentlichungen.

3. Arten des Verfahrens bei Feststellung der Kurse.

Es sind hier vier verschiedene Methoden zu unterscheiden:

1. Die Ermittelung und Veröffentlichung mehrerer Kurse für ein und dasselbe Effekt in verschiedenen Abschnitten der Börsenzeit. Die Veröffentlichung hat also nicht den Zweck, einen einheitlichen Börsenpreis, wie er sich aus der Gesamtheit der Umsätze ergibt, bekannt zu geben, sondern ein möglichst detailliertes Bild der einzelnen an einem Börsentage thatsächlich gezahlten Preise zu liefern.

An kleinen Börsen oder bei Effekten, in welchen nur

---

[1]) Baer S. 847.

wenige Geschäfte abgeschlossen werden, gelangt man bei diesem Verfahren dazu, sämtliche Kurse, zu welchen thatsächlich gehandelt wurde, zu notieren. Bei lebhafterem Verkehr erscheint dies nicht möglich; man stellt daher nur einen „Anfangs"- und „Schluss"-Kurs fest und zeigt die zwischen beiden liegenden Kursveränderungen entweder durch einen Mittelkurs (wie in Hamburg), oder durch einen höchsten und niedrigsten Kurs (wie beim Zeitgeschäft in Berlin) an. Dieses System hat hauptsächlich im Terminhandel Anwendung gefunden, und zwar in Berlin, Frankfurt a. M., Breslau [1]), an andern Börsen sowohl für das Zeit- wie für das Kassageschäft, besonders in Hamburg [2]), Bremen [3]) und Köln [4]).

2. Eine zweite Art des Verfahrens besteht in der Feststellung eines Mittel- oder Durchschnittskurses und ist in Frankfurt a. M. für das Kassageschäft eingeführt [5]).

Alle von den vereidigten Maklern zu verschiedenen Kursen thatsächlich ausgeführten Geschäfte werden am Schluss der Börse dem Syndikat angesagt. Der Durchschnitt dieser Kurse bildet die amtliche Notiz.

3. Das Auktionsverfahren besteht darin, dass der Preis, der zur Notierung gelangen soll, bekannt gegeben wird, die Interessenten erklären dann, dass sie zu einem höheren oder niedereren Preise zu „geben" oder zu „nehmen" bereit sind. Der Kurs, zu welchem sich der letzte Käufer und der letzte Verkäufer einigen, gilt als Auktionspreis. Dieses Verfahren wurde in Dresden für Industriepapiere an drei Tagen der Woche angewandt [6]).

4. Ein besonderes System bildet der sogenannte Einheitskurs, der in Berlin für Kassageschäfte besteht (auch in Dresden [7]) mit Ausnahme des Auktionsverfahrens bei Industriepapieren). Das Charakteristische dieser Einrichtung besteht

---

[1]) Heinemann S. 510.
[2]) Hinrichsen S. 685; Schinckel S. 1237.
[3]) Wolde S. 187.
[4]) Königs S. 1981.
[5]) Guaita S. 841.
[6]) Arnhold S. 187.
[7]) Arnhold S. 187.

darin, dass ein Kurs festgesetzt wird, bevor irgend ein Geschäft definitiv abgeschlossen ist.

Bis 1½ Uhr, bezw. bis zum Schluss der vorläufigen Kursfeststellung, nehmen die vereidigten Makler Aufträge zum Kauf und Verkauf von Effekten ihrer Gruppen an. Um 1½ Uhr beginnen sie mit der Festsetzung eines vorläufigen Kurses, und zwar im Börsensaal, innerhalb der ihnen zugewiesenen Schranken, also vor den Augen der Börsenbesucher, die bis zum letzten Augenblicke noch durch Erteilung von Ordres auf die Gestaltung des Kurses einwirken können.

Der von den Maklern ermittelte Kurs muss so beschaffen sein, dass alle „bestens" aufgegebenen, d. h. unlimitierten Kaufs- und Verkaufsaufträge, ferner alle höher als der Kurs limitierten Kaufs- und alle niedriger als der Kurs limitierten Verkaufsaufträge ganz zur Ausführung kommen und die in Höhe des Kurses limitierten Kaufs- und Verkaufsaufträge wenigstens teilweise befriedigt werden" [1]).

Angenommen, es lägen [2]) den Maklern folgende Ordres vor:

Verkauf:	Kauf:
Mk. 20 000 bestens.	Mk. 80 000 bestens.
„ 30 000 à 125.	„ 90 000 à 126.
„ 20 000 à 125,50.	„ 40 000 à 125,50.
„ 150 000 à 126.	„ 30 000 à 125,

so wäre der Kurs, der den obigen Anforderungen entspricht, 126 bez. B., d. h. à 126 wurden Geschäfte abgeschlossen, es blieben aber noch Posten angeboten. Obwohl also einem Auftrag zum Kauf von Mk. 30 000 à 125 ein solcher zum Verkauf von Mk. 30 000 à 125 und obwohl einer Kaufordre für Mk. 40 000 à 125,50 eine Verkaufsordre für Mk. 20 000 à 125,50 gegenüberstand, wurden die Aufträge doch nicht zu diesen Kursen ausgeführt, sondern zu einem höheren Kurs. Es ergibt sich schon aus diesem Beispiel, wie sehr diese Notierungsweise sich von allen vorhergehenden unterscheidet, insofern sie aus den von Käufern und Verkäufern gestellten

---

[1]) Vgl. die Ausführungen R. Siegfrieds in „Salings Börsenhandbuch" S. 17 ff.

[2]) „Salings Börsenhandbuch" S. 24.

Limiten und aus den angebotenen und gesuchten Beträgen sozusagen ein Gesamturteil über den Wert eines Papiers fällt, hinter welchem das Urteil des einzelnen Käufers oder Verkäufers zurücktreten muss. Erst nachdem in dieser Weise das Fazit aus den vorliegenden Börsenordres gezogen, d. h. der „Einheitskurs" ermittelt ist, findet der definitive Abschluss von Geschäften statt. Die beeidigten Makler geben die von ihnen ermittelten Kurse den Börsensekretären zu Protokoll, und diese Notizen werden, wenn der Börsenkommissär selbst nichts gegen dieselben einzuwenden oder begründete Beschwerden darüber innerhalb einer gewissen Zeit nicht empfangen hat, gültig; alle Börsenordres, welche den oben angegebenen Bedingungen entsprechen, gelten damit als definitiv ausgeführt.

4. Wie haben sich die an den verschiedenen Börsen zur Zeit der Börsenenquete bestehenden Einrichtungen nach dem Urteile der Sachverständigen bewährt?

A. Die Berliner Börse.

a) Der Einheitskurs.

Die Einwände, welche gegen diese Methode der Kursfeststellung in den Verhandlungen der Börsenenquete vorgebracht wurden, sind folgende:

1. Es wurde besonders geltend gemacht, diese Notierungsweise beeinträchtige die Vertragsfreiheit der einzelnen Kontrahenten [1]).

Die Berechtigung dieses Einwandes hat sich bereits bei dem oben angeführten Beispiele gezeigt. Ein Makler, welcher den Auftrag hat, einen Betrag eines Papiers à 100 zu kaufen und für einen andern Mandanten die gleiche Summe à 100 zu verkaufen, und plötzlich eine Ordre zum Kauf eines kleineren Betrages à 101 bekommt, darf nicht die beiden ersten Aufträge kompensieren und mit der Ausführung des letzteren zuwarten, bis sich ein Kontrahent findet, sondern wird seinen ersten Auftrag gar nicht, den zweiten teilweise und nur den

[1]) Lehmann S. 1635, Königs S. 1980 ff.

dritten ganz ausführen und zu einer Kursnotiz von 101 etw. bz. und Bf. gelangen. Der erste Auftraggeber, für dessen Offert sich ein Kontrahent gefunden hatte, gelangt nicht zum Abschluss eines Geschäftes. Der zweite, der zwar durch einen etwas höheren Kurs, als er erwartet hatte, entschädigt wurde, ist gleichfalls in seiner Vertragsfreiheit beeinträchtigt; denn es ist denkbar, dass er — um eine bestimmte Summe sofort flüssig zu machen — mehr Interesse daran hat, den ganzen Betrag à 100 als einen Bruchteil desselben à 101 verkauft zu sehen.

2. Nicht limitierte Aufträge können grosse Kursveränderungen hervorrufen. Angenommen, es seien Mk. 100 000 eines Effektes bestens zu verkaufen; diesem Auftrag stünden folgende Kaufordres gegenüber: Mk. 10 000 à 70, Mk. 20 000 à 69, Mk. 30 000 à 68, Mk. 30 000 à 66, so müsste der Kurs 66 bz. und Bf. werden, da sämtliche Kaufaufträge à 66 ausgeführt werden können, von den ohne Limit zum Verkauf aufgegebenen Mk. 100 000 bleiben jedoch Mk. 10 000 übrig.

In der gleichen Weise können nicht limitierte Kaufordres eine grosse Kurssteigerung hervorrufen[1]). Um diesem Missstand, der dem „Einheitskurs“ anhaftet, nach Möglichkeit zu steuern, standen der Berliner Börse folgende Einrichtungen, die sich nach den Aussagen der Berliner Sachverständigen bewährt haben, zu Gebote:

1. Den Maklern lag die Pflicht ob, wenn sich aus den ihnen vorliegenden Aufträgen eine bedeutende Kursveränderung ergab, dies dem gesamten Börsenpublikum durch Anschreiben an einer Tafel kund zu thun. Die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft haben durch Zirkular vom 31. Dezember 1888 ein Schema der Fälle aufgestellt, in welchen unbedingt dem Börsenkommissär und dem Publikum Kenntnis von der zu erwartenden Kursveränderung zu geben ist. Die beteiligten Kreise haben nun, da die Kursfeststellung öffentlich stattfindet, bis zum letzten Augenblick Gelegenheit, durch Erteilung weiterer Kaufs- oder Verkaufsordres auf die Gestaltung des Kurses einzuwirken.

---

[1]) Vgl. „Salings Börsenhandbuch“ S. 25.

2. Den Börsenkommissären waren zweierlei Befugnisse eingeräumt:

α) Sie können die Auftraggeber um eine Reduktion ihrer Aufträge durch die Makler ersuchen lassen; war dies erfolglos, so können sie die Kursfeststellung vornehmen und anordnen, dass alle ausführbaren Aufträge nur für einen Bruchteil der den Maklern aufgegebenen Beträge als ausgeführt gelten.

β) Die Börsenkommissäre können in äussersten Fällen die Streichung der Notiz verfügen; es gelten dann alle Geschäfte, welche zur amtlichen Notiz oder „zum Kurse" abgeschlossen wurden, als nicht zu stande gekommen. Ueber die Fälle, in welchen von dieser Befugnis Gebrauch gemacht wurde, sagt der Sachverständige Alexander[1]): „Solche Fälle sind vorgekommen, einmal bei Polke, wo eine Kursschwankung um 30 % vorkam. Es lagen viele unlimitierte Ordres vor, deren Ausführung den Kurs um 30 % gesteigert hätte; in diesem Fall ist der Kurs gestrichen worden. In einem andern Falle sollten die Kohlenpapiere der ‚Hibernia' um 50 % steigen, weil unlimitierte Aufträge auf viele Millionen zum ersten Kurs vorlagen. In diesem Falle hat der Kommissär etwa 1 1/2 Stunden mit der Notierung gewartet, von jedem Kaufauftrag nur einen kleinen Teil ausführen lassen und so die Kurssteigerung auf ein bescheidenes Mass zurückgeführt."

3. Ueber die Oeffentlichkeit der Kursfeststellung war bei den Sachverständigen nahezu eine Meinung. Fast sämtliche Angehörige der Berliner Börse erblickten darin einen grossen Vorzug, weil sonst in manchen Fällen die Festsetzung des Kurses völlig der Willkür des Maklers überlassen wäre.

Haben die Makler nur unlimitierte Kaufs- und Verkaufsordres, so könnten sie den Kurs eines Papieres, das am Tage vorher 200 notierte, willkürlich auf 205 setzen, wenn nicht das Börsenpublikum hiervon Kenntnis bekäme und eingreifen würde. Ferner ist die Oeffentlichkeit der Kursnotierung das wirksamste Mittel zur Verhütung grosser Kursveränderungen.

Dagegen wurde von einem Sachverständigen[2]) gerade in

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 545.

[2]) Lehmann S. 1632.

dieser Oeffentlichkeit ein Missstand erblickt, weil Tagesspekulanten, die sich für ihre Ultimogeschäfte auf dem Kassenmarkt decken, dadurch, dass sie den zu erwartenden Einheitskurs um 10 Pf. unter- oder überbieten, die Ausführung vieler Ordres geradezu unmöglich machen können.

Weitere spezielle Mängel dieses Systems der Kursfeststellung sind nicht zur Sprache gekommen, die Sachverständigen der Berliner Fondsbörse konnten vielmehr nicht genug Worte des Lobes über diese Einrichtung finden[1]. In der That kommt diese Art der Kursfeststellung von allen in Deutschland bestehenden dem Ziel am nächsten, einen Börsenpreis zu ermitteln, der den gemeinen Wert der Effekten darstellt. Der grösste Vorzug des „Einheitskurses" ist, dass er den von der Enquetekommission mit so vieler Breite behandelten „Kursschnitt" unmöglich macht, auf den in dem Kapitel „Kommissionsgeschäft" zurückzukommen ist.

b) Der Terminhandel.

Da sich für den Kassamarkt die Kursfeststellung in der Weise vollzieht, dass jeder Börsenbesucher bis zum letzten Moment auf die Gestaltung der Kurse einwirken kann, und die Thätigkeit der Makler nur eine „totalisierende" ist, so tritt hier eine Erscheinung weniger zu Tage, welche für den Terminmarkt von allergrösster Wichtigkeit ist, das ist der Gegensatz zwischen „freiem" und „offiziellem" Markt[2]. Zu dem hierüber bereits Gesagten ist noch folgendes nachzutragen.

Der freie Markt unterliegt nur den allgemeinen Landesgesetzen; die Börsenordnung kommt nur in Betracht, soweit es sich um Aufrechterhaltung der Ruhe und Ordnung handelt. Der Börsenvorstand oder sonstige Organe der Börse können keinen Einfluss auf die Preisgestaltung und die Feststellung der Kurse üben. Der Handel im freien Markt umfasst so-

---

[1] Benary S. 180: „Die Börse ist dadurch gross geworden." Bamberger S. 687, Weill S. 1984, Alexander S. 513: „Die Einrichtung ist fast ideal." Kaempf S. 869: „Das beste Verfahren der Welt." Salomon S. 1984: „Eine vorzügliche Einrichtung."

[2] Vgl. „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes" S. 11.

wohl die zum offiziellen Handel zugelassenen Effekten, wie solche, für welche die Zulassung zum offiziellen Handel nicht nachgesucht oder verweigert wurde, kurz alle Papiere, in welchen den Börsenbesuchern Handel zu treiben beliebt.

Der „offizielle Verkehr“ umfasst nur diejenigen Effekten, welche vom Börsenkommissariat zum Handel durch die vereideten Makler zugelassen sind, und vollzieht sich nur durch diese. Ein sehr grosser Teil der Zeitgeschäfte wird nun auf dem freien Markt abgeschlossen, die Feststellung der Kurse liegt jedoch den nur im offiziellen Verkehr thätigen vereideten Maklern ob. Es leuchtet ein, dass hieraus für die Kursfeststellung Schwierigkeiten entstehen müssen. Wie hat sich die Berliner Börse mit denselben abgefunden?

„Der freie und der offizielle Markt,“ sagt der Sachverständige Kopetzky[1]), „schliessen sich aneinander an. Die Einrichtungen sind in der Regel derart, dass der freie Markt für das betreffende Papier sich in der Nähe des Platzes befindet, den der dieses Papier handelnde vereidete Makler einnimmt, so dass eine gegenseitige Verbindung besteht.“ — „Um 12 Uhr, also beim offiziellen Beginn der Börse, wird in den Papieren, in denen Geschäfte vorhanden sind, ein sog. erster Kurs festgestellt, der in ähnlicher Weise zu stande kommt, wie der Kurs von Kassapapieren. Die vereideten Makler treten zusammen, vergleichen die Aufträge und stellen fest, zu welchem Kurs Aufträge erledigt werden können, und dieser erste Kurs wird amtlich notiert und angeschrieben. Der weitere Verkehr entwickelt sich im freien Markt zu ganz verschiedenen, oft schwankenden Kursen, und es werden dann nach dem ersten Kurs alle Kurse in den Endnotierungen nach oben und unten notiert, zu welchen bis zum offiziellen Börsenschluss, d. i. bis 2 Uhr, Geschäfte stattgefunden haben. In der Regel wird auch ein letzter amtlicher Kurs um 2 Uhr notiert.“ — „Um ein klares und zutreffendes Bild der Entwickelung der Kurse zu erlangen, kann es nicht massgebend sein, dass bloss die Kurse notiert werden, welche durch zwei Makler gemacht werden.“ — „Die Makler sind daher ge-

[1]) Stenogr. Ber. S. 166 und 164.

bunden, bei der Kursfeststellung die im freien Markt vorgekommenen Schwankungen zu berücksichtigen." Vom Vorsitzenden auf die Schwierigkeit der Kontrolle darüber, ob die Geschäfte thatsächlich zu den angegebenen Kursen abgeschlossen seien, hingewiesen, erwidert der Sachverständige Kopetzky[1]: „Das ist nicht so schwer, wie es scheint. Die Kurse, die im freien Markt gehandelt werden, sind ziemlich bekannt, und es würde jeder Börsenkommissär in der Lage sein, sich ganz genau zu orientieren, wenn er sie nicht aus eigenem Wissen kennt. Es würde auch durch Umfrage bei andern Maklern, welche, wie das im freien Markt der Fall ist, gleichzeitig in dem betreffenden Papier handeln, sehr leicht festzustellen sein, ob die Kursnotierungen diesen Schwankungen entsprechend stattgefunden haben." Aehnlich werden die thatsächlichen Zustände von sämtlichen andern Berliner Sachverständigen geschildert[2], soweit sie sich nicht ausschliesslich mit Reformfragen beschäftigt haben. So sagt der Sachverständige Kaempf[3]: „Sie (die vereideten Makler) dürfen sich nicht auf einen abgesonderten Standpunkt stellen, sondern müssen alles berücksichtigen, was bis zur Feststellung und bei Feststellung des ersten Kurses an der Börse passiert, und seitdem diese Einrichtung getroffen ist, sind weiter keine Klagen vorgekommen."

B. Die übrigen deutschen Börsen.

Bezüglich der Frankfurter Einrichtungen sei von den Aussagen der Frankfurter Sachverständigen[4], deren Schilderungen des Bestehenden in der Frage der Kursfeststellung meist recht mangelhaft sind, diejenige des Sachverständigen v. Guaita hier wiedergegeben:

„Die vereidigten Makler bilden eine Korporation. Es sind 80, und aus ihrer Mitte heraus wählen sie jährlich sieben Herren. Die bilden das Wechselmaklersyndikat und spielen

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 164.

[2]) Vgl. bes. Salomon S. 1232—1234.

[3]) Stenogr. Ber. S. 869.

[4]) Vgl. Baer S. 845, Cohnstaedt S. 1808 ff., Goldschmidt S. 1656, v. Guaita S. 842 ff., Maier S. 1657 ff., Metzler S. 1238, Sulzbach S. 1390.

die Rolle, die in Berlin die Börsenkommissäre spielen. Die Geschäfte, die also an der Börse gemacht werden, werden von diesen 80 Maklern von 1/4 nach 1 Uhr an in einem Saale sämtlich wiedergegeben in Gegenwart des Wechselmaklersyndikats, resp. des Vorsitzenden, der unter allen Umständen da sein soll. Während dieser Zeit, wo die Herren in diesem Saale sitzen, darf niemand den Saal betreten, kein Outsider soll hineinkommen, um noch einen Einfluss auf die Angaben der Makler ausüben zu können." Hierauf kommt das Kursblatt zur Verlesung, die Makler sagen bei jedem einzelnen Papier ihre Abschlüsse bezw. Ordres [1]) an, und es wird nun für das Kassageschäft rein rechnerisch der Mittelkurs festgestellt, d. h. der Durchschnitt der sämtlichen Kurse, in welchen Abschlüsse vorgekommen sind; für das Termingeschäft und für Wechsel werden in gleicher Weise, wie es für die Berliner Börse bereits geschildert wurde, mehrere Kurse ermittelt. Eine grosse Verschiedenheit von dem Berliner Verfahren liegt jedoch darin, dass nicht nur die unvereideten Makler von der Kursfeststellung ausgeschlossen sind, sondern dass auch die von ihnen abgeschlossenen Geschäfte nicht berücksichtigt werden bei Ermittelung des Kurses. Gegenüber dem Bedenken, es könne durch dieses gewissermassen „heimliche" Verfahren eine den thatsächlichen Verhältnissen nicht entsprechende Kursfeststellung stattfinden, entgegnen die Sachverständigen [2]):

„Erstens handelt es sich um vereidete Makler; aber ganz abgesehen davon, sind deren in Frankfurt 80, die sind an einem Ort versammelt, wo jeder laut die Geschäfte ansagen muss, die er gemacht hat. Sollten da unrichtige Angaben stattfinden, so kann ich eigentlich annehmen, dass sie leicht sich dem Widerspruch seitens eines andern Maklers ausgesetzt sehen, so dass sie nicht leicht eine falsche Angabe zu machen geneigt sind, und ausserdem möchte ich sagen: sollten wirklich grobe Irrtümer vorkommen, so findet das doch schliesslich

---

[1]) Kassageschäfte werden nämlich meist auf die — erst zu ermittelnde — Notiz abgeschlossen. Der Kurs wird daher nicht nur auf Grund thatsächlicher Abschlüsse, sondern hauptsächlich durch Gegenüberstellung der vorliegenden Limite ermittelt. Siehe Baer S. 845.

[2]) v. Guaita S. 842, ebenso Baer S. 848.

seinen Ausdruck im Börsenkursblatt, das in die Hände der Interessenten kommt, die die Geschäfte gemacht haben, und die würden gewiss sehr erstaunt sein, würden Umfrage halten und würden am Tage darauf die Sache richtig zu stellen suchen. Es kommen ja manchmal auch kleine Irrtümer vor; die werden unten im Kursblatt den Tag darauf richtig gestellt."

In der Teilnahme einer so grossen Anzahl von Maklern an der Kursfeststellung in jedem einzelnen Effekt erblicken die Sachverständigen also die Hauptgarantie für richtige Kursermittelung. Sie können dies um so mehr, als in Frankfurt zwar Gruppeneinteilung der Papiere für die Makler besteht, diese aber hieran nicht gebunden sind. Der Kreis der Makler, welche in einem einzelnen Effekte Geschäfte abschliessen und infolgedessen bei der Kursfeststellung mitwirken können, besteht in Berlin, wo die Gruppeneinteilung streng eingehalten wird, aus nur zwei bis drei Maklern, in Frankfurt dagegen manchmal aus fast sämtlichen an der Börse anwesenden Maklern. „Ich glaube," sagt der Sachverständige Baer [1]), „dass doch gerade darin, dass diese 80 Makler oder ein Teil davon, sobald sie Interesse an einem Papier haben, an der Notiz mitwirken können, eine gesunde Regulierung für den Kurs liegt." — Ein andrer Sachverständiger erklärt: „Meines Wissens hat sich nie ein Missstand ergeben [2])."

Bezüglich der Einrichtungen der übrigen deutschen Effektenbörsen, welche an Bedeutung weit hinter der Berliner und Frankfurter Börse zurückstehen, mögen die Sachverständigen selbst gehört werden.

Hamburg:

„Ich kann hier nur bemerken," sagt der Sachverständige Hinrichsen [3]), „dass in Hamburg das bei uns geltende Verfahren sich bewährt hat, dass wir in Hamburg keine ver-

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 848.
[2]) v. Guaita S. 842.
[3]) Stenogr. Ber. S. 685 ff.

eideten Makler haben, sondern gewerbsmässige Unterhändler, welche als Makler angesehen werden. Es sind die Fonds und Effekten in verschiedene Gruppen eingeteilt und diese Gruppen ebensovielen Sektionen von Maklern zwecks der Notierung zugewiesen. Die Firmen, die gewerbsmässig an der Fondsbörse Geschäfte machen, sind zusammengefasst in einem Börsenregister." — „Da wir keinen sog. Einheitskurs wie in Berlin haben, so bedeuten unsere Notierungen, welche ja auch die verschiedenen Schwankungen, wie es in Berlin bei den Termingeschäften geschieht, zum Ausdruck bringen, lediglich ein nachträgliches Bild des wirklichen Herganges, nicht etwa einen für neu erst aufzugebende Abschlüsse massgebenden Standard." — „Man hängt für jede Gruppe einen Briefkasten aus, jeder steckt mit verantwortlicher Unterschrift die Notiz über die wirklich von ihm gemachten Geschäfte hinein. Dann werden die Notizen der verschiedenen Gruppen Papiere in einheitlicher Weise zusammengestellt. So gewinnt man ein Bild, welches der Marktkurs ist." — „Da nun die einzelnen Zettel zu verschiedenen Zeiten in den Kasten gesteckt werden, so müssen die Makler aus eigener Wissenschaft die einzelnen Schwankungen der Kurse ihrer Zeitfolge nach kennen." — „Ich bemerke noch, dass es sich um Geschäfte handelt, die von den eingetragenen Firmen untereinander gemacht werden, nicht Geschäfte mit Privatleuten auf die Notiz einwirken, weil das zu Missbrauch führen könnte." — „Die Vermittler haben durch Handschlag dem Vorsitzenden der Sachverständigenkommission gegenüber zu bestätigen, dass sie nach bestem Wissen und Gewissen nur der Wahrheit gemässe Kurse zur Notiz zulassen und dass sie eine gerechte Notierung eintreten lassen wollen. Wenn sich Missbräuche herausstellen, dass nicht wahrheitsgemässe Kurse, um auf die Notierung einzuwirken, in den Kasten geworfen werden, dann werden die Betreffenden zuerst verwarnt und im Wiederholungsfalle zeitweilig oder dauernd von der Berechtigung zur Kursaufgabe ausgeschlossen. Dieses Verfahren hat sich recht bewährt; während früher sehr oft über die Kursnotierungen geklagt worden ist, sind in den letzten Jahren Klagen nicht erfolgt."

Bremen:

„Bei uns," sagt der Sachverständige Wolde[1]), „werden die Kurse für jedes einzelne Geschäft notiert. Die Börse findet statt von 1—2 Uhr. 10 Minuten vor 2 Uhr versammeln sich die Makler. Dort werden die Kurse in voller Oeffentlichkeit notiert, die bis 10 Minuten vor 2 Uhr gemacht worden sind. Jedes einzelne Geschäft kommt zur Notiz. Die verschiedenen Kurse kommen zum Ausdruck, deshalb auch alle Schwankungen." — „Unser Verfahren würde bei einer so umfangreichen Börse wie in Berlin sich nicht durchführen lassen. Wir haben nur ein bis zwei Papiere, in denen thatsächlich ein Geschäft von einiger Bedeutung stattfindet, Lokalpapiere, Lloydaktien."

Leipzig:

„In Leipzig[2]) geschieht die Feststellung der Kurse für Kassageschäfte derart, dass der vereidete Makler immer nur für jedes Papier die Kurse fixiert und diese von dem angestellten Börsensekretär notiert werden. Das hat sich als genügend erwiesen." — „Wir haben offiziell kein Zeitgeschäft. Die vereideten Makler können Schlussscheine ausstellen über Zeitgeschäfte; aber die Kurse über Zeitgeschäfte werden nicht notiert. In dem amtlichen Teile des Kurszettels sind Ultimogeschäfte nicht gestattet."

„Da scheinen," bemerkt zu diesem Referat der stellvertretende Vorsitzende Gamp, „gerade nicht stürmische Spekulationsgeschäfte vorzukommen."

Dresden:

Terminhandel besteht hier nur in Aktien der Dresdner Baugesellschaft; dieser ist von geringem Umfang und nicht offiziell[3]).

„Wir in Dresden[4]) haben auch den Einheitskurs." — „Nur an drei Tagen in der Woche haben wir in Industrie-

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 187.

[2]) Favreu S. 683.

[3]) „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes" S. 37.

[4]) Arnhold S. 187.

aktien ein vollständig andres Verfahren, das reine Auktionsverfahren[1]). Jedes Papier wird aufgerufen. Zwischen den Bankiers findet dann ein Handel statt, und der Kurs wird notiert, wie er stattgefunden hat. An diesen Tagen wird kein Einheitskurs notiert, sondern ein verschiedener. Einen Grund hat das eigentlich nicht, das Geschäft leidet darunter, wenn etwa 100 Industriepapiere in einer beschränkten Zeit, in ganz wenigen Minuten gehandelt werden. Alle Ordres, die später eintreffen, nachdem der Kurs gemacht ist, können nicht mehr ausgeführt werden. Es ist das eine alte Gewohnheit. Nach meiner persönlichen Ansicht leidet das Geschäft darunter."

München[2]):

„Die Makler ziehen sich zu einer bestimmten Stunde unter der Aufsicht eines Kommissars zurück und stellen für jedes einzelne Papier, je nach Angebot und Nachfrage, den Preis fest. Sie sind verpflichtet, untereinander die Geschäfte abzuschliessen, so dass ein absolut korrekter Kurs zum Vorschein kommt." — „Es ergibt sich meist nur ein einziger Kurs. Dieser wird dadurch festgestellt, dass die vorliegenden Verkaufs- oder Ankaufsaufträge zusammengestellt und gegenseitig kompensiert werden mit der höchsten sich ergebenden Summe. — Das ist im Kassageschäft. Für Zeitgeschäfte wird jeder einzelne Kurs notiert, welcher sofort mitgeteilt und durch die vereideten Sensale bei der Notierung angegeben wird, und die Notierungsweise geht so weit, dass selbst bei einer einzelnen Aktie, die etwa gehandelt wird, die Notiz: ‚etwas bezahlt' gemacht wird. — Ich halte für unsre verhältnismässig kleinen Verhältnisse das Verfahren für ein vollkommen genügendes und zweckentsprechendes."

Köln[3]):

„Wir in Köln haben diesen Einheitskurs nicht, unsre Börse ist unbedeutend, es handelt jeder Makler in allen Papieren und schliesst die Geschäfte ab, wie er will, er ist nicht

---

[1]) Die Art dieses Verfahrens ist S. 81 in diesem Abschnitt geschildert.
[2]) Finck S. 1238.
[3]) Königs S. 1981.

gezwungen, mit andern Maklern seine Ordres zu kompensieren. Da kann es vorkommen, dass der eine Makler zu 106 handelt und der andre zu 106¼. — Diese Kurse, die die betreffenden Makler gemacht haben, zu welchen also gehandelt worden ist, werden im Kursblatt notiert, z. B. 106 bis 106½, es wird kein Durchschnitt gezogen.“ Auf die Gefahren, die hieraus infolge des Selbsteintrittsrechtes des Kommissionärs dem Publikum erwachsen, weist der Sachverständige hin: „Es liegt für den unreellen Bankier, für den unreellen Makler u. s. w. in dieser Art der Kursfeststellung ein grösserer Anreiz zu irgend welchen Manipulationen. — Für den reellen Bankier ist unter Umständen die Bestimmung verschiedener Kurse eine ausserordentlich lästige Geschichte.“ Inwieweit man mit dieser Einrichtung in Köln thatsächlich schlimme Erfahrungen gemacht hat, ist nicht angegeben; die Möglichkeit derselben ist nach Aussage des Sachverständigen gegeben. „In Köln werden sehr wenig Termingeschäfte gemacht. Es wird notiert, wenn Geschäfte gemacht werden.“

Breslau[1]):

„In Breslau halte ich die Zustände der Kursnotierung für fast vollkommen, denn die Kurse werden nicht von den Maklern gemacht, sondern von den Börsenkommissaren, nachdem sie die Makler gehört haben, und bei dem kleineren Umfang dieses Geschäftes haben die Börsenkommissare doch immer so viel Kenntnis, um zu verhindern, dass Kurse, die die Makler ansagen und die nicht gerechtfertigt erscheinen, doch notiert werden. Also bei unsrer Kursnotierung sind Abänderungen nicht notwendig und nicht erwünscht.“ Amtliche Notierung von Terminpreisen findet hier nicht statt[2]).

Königsberg[3]):

„In Königsberg erfolgt die Notierung der Kurse durch die Makler im Beisein des Kommissars der Kaufmannschaft sowohl für den Effektenkurs, wie für die Produktenbörse. Da

---

[1]) Heimann S. 510.
[2]) v. Wallenberg-Paschaly S. 839.
[3]) Schroeter S. 1237.

handelt es sich mit Ausnahme von Spiritus nur um Lokonotizen. — Wir haben nur die effektiv bezahlten Kurse, wie in Hamburg. — Es ist kein Uebelstand hervorgetreten. Die Geschäfte sind bei uns auch nur klein."

C. Kurspublikation.

Die Veröffentlichung der an den Effektenbörsen amtlich festgestellten Kurse erfolgt überall durch das sog. amtliche Kursblatt. Das Berliner Kursblatt enthält für die noch nicht zur amtlichen Notiz zugelassenen Papiere einen nichtamtlichen Teil, in welchem die für diese Papiere von den vereideten Maklern festgestellten Kurse veröffentlicht werden. Ausser den amtlichen Kursblättern erscheinen in Zeitungen, Cirkularen von Bankiers etc. Kursnotizen, für deren Richtigkeit bisher keinerlei Kontrolle bestand. Der bedeutendste nichtamtliche Kursbericht war das in Berlin erscheinende Hertelsche Kursblatt, das auch die nach der offiziellen Börsenzeit zu stande gekommenen Kurse beachtet und das nach § 12 der Usancen in Ermangelung einer offiziellen Notiz als massgebend galt.

Abweichungen der privaten Kursberichte von den amtlichen kommen nach Aussage der Sachverständigen selten vor.

Es erübrigt nun noch auf Missstände allgemeiner Art, die allen in Deutschland üblichen Notierungweisen anhaften, hinzuweisen.

1. Aus dem Kursblatt ist für das ausserhalb der Börse stehende Publikum nicht ersichtlich, von welcher Höhe die Abschlüsse waren, welche den gemachten Notizen zu Grunde liegen. Es ist doch wahrlich für die Beurteilung eines Kurses ein Unterschied, ob in einem Papier an einem Tage die Notiz zu stande gekommen ist auf Grund eines Umsatzes von Mk. 1000 oder am folgenden Tag auf Grund eines Umsatzes von Mk. 200 000. Unter den bestehenden Verhältnissen werden diese Umsätze dem Publikum nicht mitgeteilt, und es kann dies auch nach den Aussagen der Sachverständigen nicht geschehen.

Es besteht die technische Schwierigkeit, wie die an der Börse selbst gehandelten Beträge zur Kenntnis der Börsen-

behörde gebracht werden sollen. Wohl sind die Summen, über welche die vereidigten Makler Geschäfte abgeschlossen haben, aus den Büchern derselben ersichtlich, dagegen nicht die Beträge, welche zwischen Bankiers direkt oder durch die sog. Frankomakler [1]) zum Durchschnitts- oder zum Einheitskurs abgeschlossen werden; ebensowenig sind die Umsätze des freien Marktes bekannt, dessen Kurse in Berlin im Termingeschäft ebenfalls bei der Kursfeststellung berücksichtigt werden müssen.

Ein getreues Bild von den Umsätzen zu geben, welche durch Börsenbesucher erfolgen, ist auch deshalb nicht möglich, weil die Bankiers Aufträge, die sich kompensieren, nicht an der Börse ausführen lassen. Der Bankier, der Mk. 250000 preuss. Consols zu kaufen hat und Mk. 240000 für einen andern Kommittenten zu verkaufen hat, wird dem Makler nur einen Kaufauftrag auf Mk. 10000 geben [2]).

Wenn es auch gelingt, alle an der Börse selbst abgeschlossenen Geschäfte zu sammeln, so würde die Veröffentlichung der gehandelten Summen doch kein richtiges Bild von den an dem betreffenden Börsenplatz und den in dessen Bezirk stattfindenden Umsätzen liefern, weil besonders bei Anlagepapieren, Staatsschuldverschreibungen, Staatsanleihen, Pfandbriefen etc. die Geschäfte, welche nicht zur Grundlage der Notiz gedient haben, sondern erst auf Grund des ermittelten Kurses ausserhalb der Börse abgeschlossen werden, die zahlreicheren sind [3]).

Ferner ist zu bedenken, dass es bei grossen Börsen fast unmöglich erscheint, in der kurzen Zeit, welche für die Kursfeststellung und Veröffentlichung der Notizen zur Verfügung steht, so detaillierte Angaben zu machen.

2. In den Kursnotierungen der einzelnen Börsen bestanden Verschiedenheiten mannigfacher Art; an manchen Börsen wird

---

[1]) Siehe „Salings Börsenhandbuch" S. 23: „Es kommt nämlich sehr häufig vor, dass teils direkt, teils durch Pfuschmakler in dieser Weise (zum Kurse, oder zur amtlichen Notiz, ohne Vermittelung eines vereideten Maklers) Geschäfte abgeschlossen werden, da die Betreffenden nicht so viel Umstände haben und auch an Courtage sparen."

[2]) Russell S. 423.

[3]) Samuel S. 520, Weill S. 1984.

der Preis einer Aktie, an andern der Kurs für je Mk. 100 des Kapitals notiert (z. B. Kreditaktien notierten in Berlin nach Prozenten, in Frankfurt a. M. und in Hamburg nach Stücken in Gulden). Ferner bestanden verschiedene Usancen in der Umrechnung ausländischer Valuten (z. B. 1 Dollar in Hamburg Mk. 4,50, in Berlin und Frankfurt a. M. Mk. 4,20, 1 Rubel in Berlin und Frankfurt a. M. Mk. 3,20, in Hamburg 3,30 u. s. w.). Auch die Berechnung der Stückzinsen fand zu verschiedenen Prozentsätzen statt (z. B. für die Aktien der Laurahütte werden in Hamburg 5 %, in Berlin 4 % Zins gerechnet).

Für den börsenmässigen Handel ist die Beseitigung dieser Verschiedenheiten nicht von erheblicher Bedeutung [1]), da der Verkehr sich daran gewöhnt hat. Dagegen im Interesse des weniger sachkundigen Publikums, das vor Missverständnissen oder Täuschung möglichst bewahrt werden soll, dürfte es gelegen sein, einheitliche Kursnotierungen an den deutschen Börsen einzuführen. Die Sachverständigen haben sich daher in grosser Anzahl für den Vorschlag der Einheitlichkeit ausgesprochen, nur wenige verhielten sich ablehnend [2]) und sprachen die Befürchtung aus, der Börsenhandel werde sich dann noch mehr als bisher nach Berlin konzentrieren und die übrigen Börsen würden dadurch geschädigt.

Ob von einer so unbedeutenden Aenderung des Bestehenden eine solche Wirkung zu erwarten ist, erscheint doch sehr fraglich. Wenn sie aber eintreten sollte, so ist es nur billig, dass die Interessen der Börsenhändler hinter denen des Publikums zurücktreten.

---

[1]) Kopetzky S. 188 ff.

[2]) Baer S. 858, Metzler S. 1240, Wolde S. 190, Pflaum S. 1655, Lehmann S. 1652, Cohnstaedt S. 1808—1810.

III.

Emissionswesen.

A. Entwickelung und Umfang des Wertpapierhandels.

Die Entwickelung des Handels in Wertpapieren hat sich in früheren Zeiten in Deutschland sehr langsam ausgebildet, um dann in unsrem Jahrhundert um so rapidere Fortschritte zu machen und das Versäumte mit Riesenschritten nachzuholen. Bis zu Anfang des 17. Jahrhunderts waren Wechsel fast die einzigen Wertpapiere, mit denen in Deutschland Handel getrieben wurde[1]), ja gegen Ende des 18. Jahrhunderts finden wir in Berlin nur Wechsel und Geldsorten notiert[2]). In den zwanziger Jahren unsres Jahrhunderts ist der Fondshandel der Pariser Börse noch von so geringem Umfang, dass die notierten Effekten (Staatspapiere, Aktien, Obligationen) auf dem Kurszettel — einem kleinen Oktavblättchen — nicht mehr Raum einnehmen als die Geld- und Wechselkurse.

Sieht man vom Handel in Staatsschuldverschreibungen und in den Anteilen der grossen englischen und ostindischen Handelscompagnien des 17. Jahrhunderts ab, so kann man sagen, dass erst im Zeitalter der Eisenbahnen der Wertpapierhandel grössere Bedeutung erlangte. Die Bewegung ging allenthalben dahin, das zum Bau des Eisenbahnnetzes der Erde erforderliche grosse Kapital durch Aktien oder Schuldverschreibungen, die teils von Staaten, teils von Privatgesell-

---

[1]) Schönberg, „Handbuch der politischen Oekonomie“ 3. Aufl. II. Lexis S. 705. Dagegen fand — nach Ehrenbergs Forschungen — in Antwerpen bereits im 16. Jahrhundert unter Beteiligung deutscher Bankhäuser ein börsenmässiger Handel in Staatspapieren statt.

[2]) Vgl. Struck, „Die Effektenbörse“ S. 1.

schaften ausgegeben waren, zusammenzubringen. Die Verbesserung der Transport- und Kommunikationsmittel beschleunigte ihrerseits die Entwickelung der heutigen Grossindustrie und die grosskapitalistische Organisation des Bergbaubetriebs, was wiederum die Emission von Industrie- und Montanwerten in ungeheurer Masse zur Folge hatte. Dieser völligen Umwandlung der Produktion und des Verkehrs mussten sich die Banken anpassen. Um den an sie gestellten Anforderungen gerecht zu werden, mussten sie mehr und mehr die Form der Aktiengesellschaften wählen, da der Einzelne teils wirtschaftlich zu schwach, teils zu vorsichtig war, um grosse Unternehmungen mit grossem Risiko ins Werk zu setzen. Dazu kam, dass um die Mitte unsres Jahrhunderts einerseits die Schulden der wirtschaftlich erstarkten Kulturstaaten immer grössere Dimensionen annahmen, andrerseits von Natur aus entwickelungsfähige, aber wenig zivilisierte Staaten, sich kreditsuchend an den europäischen Markt wandten und dass dieser sich ihnen — nicht immer zu seinem Glück — bereitwillig erschloss, wodurch wiederum dem Börsenhandel ein grosses Material zugeführt wurde.

Im Einklang mit dieser Entwickelung macht sich mit immer grösserer Deutlichkeit die Neigung der kapitalbesitzenden Volksklasse bemerkbar, das vorhandene reale Vermögen nicht mehr im eigenen Betrieb zu verwenden oder direkt an Privatschuldner auszuleihen, sondern dasselbe mehr und mehr in die Hände von Gesellschaften juristischer Personen und Schuldnern zu legen und dafür dividendentragende Geschäftsanteile und fest verzinsliche Schuldurkunden in Empfang zu nehmen [1]).

Die Vorteile bestanden für das Publikum darin, dass ihm auf diese Weise die Mühe der Vermögensverwaltung abgenommen oder wenigstens verringert wurde, während die Sicherheit der Anlage unter Umständen, sowie die Aussicht auf Gewinn in manchen Fällen erhöht und jedenfalls die Vermögensübertragung erleichtert wurde.

---

[1]) Vgl. Schmollers Einleitung zu den „Statistischen Anlagen" des Enquetekommissionsberichtes.

So erklärt es sich, dass ein stets wachsender Prozentsatz des Volksvermögens in Wertpapieren angelegt wird.

Soweit diese Thatsache durch die beredte Sprache der bis jetzt aufgestellten Zahlen bestätigt werden kann, ist dies in dem statistischen Bande der Veröffentlichungen der Enquetekommission geschehen. Robert Giffen ist auf Grund sorgfältiger Schätzungen zu dem Resultat gelangt, dass etwa 36—40 % des gesamten Vermögens der grossbritannischen Nation in einer Weise angelegt sind, dass der Wert dieses Kapitals durch die Börse festgestellt wird. Schmoller gelangt auf Grund der ihm zugänglichen statistischen Erhebungen zu dem Ergebnis, dass dieser Prozentsatz für Preussen auf 25 % fixiert werden darf [1]). Ferner geht aus der Steuerstatistik hervor, dass 5—7 % der Einwohner Deutschlands Kapitalrenten beziehen, d. h. von 49,4 Millionen Deutschen etwa 2½—4 Millionen, von denen sicher die Hälfte, also 1½—2 Millionen, Effektenbesitz haben.

Das Bestreben, Vermögen in Wertpapieren anzulegen, hat nun nicht etwa im inländischen Kapitalbedarf seine Grenze gefunden, sondern das deutsche Volk hat auch einen grossen Teil seiner Ersparnisse zum Ankauf von Aktien und Schuldverschreibungen des Auslandes verwandt. Nach Christians beziffert sich das so angelegte deutsche Kapital für 10 Jahre (1882—1892) auf nicht ganz 5 Milliarden Mark (nominal), was mit den Ergebnissen der von der statistischen Unterkommission der Börsenenquete bei den Hauptsteuerämtern in Berlin, Hamburg und Frankfurt a. M. gepflogenen Erhebungen ungefähr übereinstimmt, insofern hier etwas über 5 Milliarden fremder Werte abgestempelt wurden [2]).

Es wurde geschätzt, dass das Verhältnis der in ausländischen Papieren angelegten Kapitalien zu den in inländischen Wertpapieren angelegten Summen für das Jahr 1883 2 : 3, für 1884—87 1 : 1, in der Hausseperiode 1888/89 dagegen nur noch 1 : 2, bezw. 1 : 4 oder 1 : 5 ist. Im Zeitraum von 1883—92 wurden in Deutschland insgesamt 8 Milliarden

---

[1]) Schmollers Einleitung zu den „Statistischen Anlagen“ S. IX.

[2]) Ibid. S. XXI.

in inländischen, 4 Milliarden in fremden Papieren angelegt. Rechnet man zu diesen in ausländischen Wertpapieren angelegten 4 Milliarden noch die vor 1882 bereits in deutschem Besitz befindlichen „exotischen Werte“ mit etwa 4—5 Milliarden — nach Schmollers Schätzung —, sowie die durch den „freien Verkehr“ eingeführten mit 1¼—1½ Milliarden, so ergäbe sich ein Gesamtbesitz Deutschlands an fremden Werten von etwa 10 Milliarden, wofür wir jährlich vom Auslande ungefähr 500 Millionen Mark Zinsen beziehen, „was für unsern Nationalwohlstand und unsre Zahlungsbilanz von grösstem Wert ist [1]“. Die Verschuldung des Auslandes an Deutschland erachtet Schmoller in Uebereinstimmung mit berufenen Sachverständigen, wie Russell, Winterfeldt, Cohnstaedt u. s. w., als einen Gewinn, „als ein gesundes Symptom gestiegenen Wohlstandes und der deutschen Handelsthätigkeit“. Dass die deutschen Börsen heute ebenbürtig neben denen von London, Paris und New York stehen, „kommt der ganzen Nation bis zum letzten Arbeiter zu gute, wenigstens soweit es gelungen ist, mit der Kapitalauswanderung zugleich unsern industriellen Export und die Beschäftigung von Deutschen im Auslande zu steigern“. Diesen Erfolgen gegenüber betrachtet Schmoller die Verluste, welche dem deutschen Publikum aus der Erwerbung fremdländischer Wertpapiere erwachsen sind, als das „Lehrgeld“, das für die Erreichung der Erfolge gezahlt werden musste. Es ist schwer, in die dunkle Frage, wie hoch sich dieses Lehrgeld eigentlich belaufe, Licht zu bringen; auf Grund der in der Börsenenquete ermittelten Daten ergibt sich, dass diese Kapitalverluste überschätzt zu werden pflegen. Die Beträge von Argentiniern, Brasilianern, Buenos Aires, Griechen, Lissabonern, Mexikanern, Portugiesen, Serben, Northern Pacific-Werten, welche an den Hauptbörsen Berlin, Frankfurt a. M. und Hamburg im Zeitraum von 1882—92 zur Abstempelung gelangten, beziffern sich insgesamt auf 1,297 Milliarden. Nimmt man für diese einen Einkaufswert von 1,100 Milliarden und einen Kursrückgang um 66% an, so ergibt sich ein Verlust von 7—800 Millionen, der durch den Gewinn, den Deutsch-

[1]) Schmollers Einleitung zu den „Statistischen Anlagen“ S. XXV.

land an andern auswärtigen Papieren gemacht hat, aufgewogen wird. „Ich glaube," sagt Schmoller, „allein an amerikanischen und russischen Papieren hat Deutschland 1860—1892 eine Milliarde gewonnen, abgesehen von den indirekten Vorteilen, die sich für das deutsche Geschäftsleben an diese auswärtigen Verbindungen knüpften."

Auch die Frage, welchen Rang Deutschland in der Emissionsthätigkeit der Kulturländer einnimmt, ist in den statistischen Untersuchungen der Kommission nicht unberührt geblieben. Ein Vergleich der Gesamtemissionen der Welt nach Aufstellungen Laveleyes mit den Emissionen Deutschlands nach Christians gibt die überraschende Antwort, dass Deutschland 1883 $^1/_5$, 1888 $^1/_3$ und 1892 beinahe die Hälfte aller Emissionen zu verzeichnen habe. Dieses Resultat ist deshalb nicht ganz richtig, weil die Zahlen für die Gesamtemissionen zu niedrig gegriffen sind; immerhin lässt sich aber daraus die Bedeutung der deutschen Börsen für das Emissionsgeschäft einigermassen schätzen.

B. Die Technik des Emissionsgeschäftes.

Die verschiedenartigen Bankoperationen, welche man unter dem Begriff Emissionsgeschäft im weiteren Sinne gewöhnlich zusammenfasst, gliedern sich in folgende Hauptgruppen: Anleihegeschäft, Mitwirkung bei Gründungen und Konversionsgeschäft. Bei allen diesen Geschäftszweigen spielen die Banken die Rolle von Vermittlern zwischen den kapitalsuchenden Unternehmern bezw. Anleiheschuldnern einerseits und dem anlagesuchenden Publikum andrerseits. Dieser Vermittlerstellung entsprechend sondert sich die Thätigkeit der Bankhäuser beim Emissionsgeschäft für eigene Rechnung scharf in zwei Akte:

1. die Uebernahme der Schuldverschreibungen oder Aktien und
2. deren Vertrieb an das Publikum.

Die nähere Betrachtung der ersteren Aufgabe, der Einzelheiten des Verfahrens und der vorausgegangenen Erwägungen

der Emissionsbanken würde vom eigentlichen Börsenwesen ab in das Gebiet der Technik des Bankbetriebes und zum Teil in das Aktienwesen führen und wurde daher von der Enquetekommission unterlassen [1]).

Die zweite Aufgabe jedoch, die auf den Absatz übernommener Wertpapiere gerichtete Thätigkeit der Banken, ist die „Emission" im engeren Sinne. Die Technik des hierbei üblichen Verfahrens ist verschieden, je nachdem es sich um ein Anleihe-, Gründungs- oder Konversionsgeschäft handelt. Dabei soll im folgenden der vor Erlass des Reichsbörsengesetzes herrschende Zustand, wie er in der Börsenenquete festgestellt ist, geschildert werden. Manches ist seit dem Inkrafttreten des Börsengesetzes an diesem Zustand geändert worden. Diese Aenderungen sollen hier noch nicht erörtert werden.

I. Das Anleihegeschäft.

Da das Risiko bei Uebernahme einer grösseren Anleihe für eigene Rechnung für ein einzelnes Bankhaus zu gross wäre, so erfolgt dieselbe meist durch ein Syndikat oder Konsortium, d. h. eine Vereinigung mehrerer grosser Bankhäuser, die unter der einheitlichen Führung eines ihrer hervorragendsten Mitglieder die Uebernahme und planmässige Wiederveräusserung einer übernommenen Anleihe betreiben; die Syndikatsmitglieder treten ihrerseits wieder Unterbeteiligungen an die mit ihnen in Geschäftsverbindung stehenden Provinzialbankhäuser ab, um auf diese Weise ihr ökonomisches Risiko zu verringern und die Interessen der übrigen Bankwelt in Deutschland mit dem betreffenden Geschäft zu verflechten. In noch höherem Grade als bei der Uebernahme zeigt sich die Notwendigkeit einer derartigen Organisation, wenn es gilt, eine grössere Anleihe an das Publikum zu veräussern. Soll nicht die ganze Emission kläglich Schiffbruch leiden, so erfordert gerade die „Placierung" der Anleihe bei dem anlagesuchenden Publikum

[1]) Vgl. hierüber Lotz, „Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts", Leipzig 1890; ferner Sattler, „Die Effektenbanken" S. 15 bis 48, sowie Lotz, „Emissionsgeschäft" im Handwörterb. der Staatsw. Bd. III S. 236 ff. und die dort angegebene Literatur.

die grösste Einheitlichkeit und Planmässigkeit. Zu diesem Zwecke werden besondere Einführungssyndikate gegründet, die nicht selten aus andern Mitgliedern zusammengesetzt sind, als die ursprünglichen Uebernahmesyndikate. Die nicht dem Uebernahmesyndikat angehörigen Bankhäuser, welche dem Einführungssyndikat angehören, erhalten dann eine gewisse Emissionsprovision, d. h. einen prozentualen Anteil am Erlöse der abgesetzten Stücke. Ebenso erhalten diejenigen Bankiers und Makler, welche Zeichnungen vermitteln, aber nicht als Mitglieder des Emissionssyndikats anzusehen sind, eine zwischen $^1/_4$ und $^1/_8$ % schwankende Provision. Nach Erledigung aller Vorbereitungen stehen nun dem führenden Emissionshaus zwei Wege zur Unterbringung der zu emittierenden Wertpapiere offen:

1. der freihändige Verkauf an der Börse,
2. die Auflegung zur Subskription und Einführung in den offiziellen Handel einer grösseren Börse.

Die Auflegung eines Papieres zur Zeichnung, Veröffentlichung eines Prospektes, Einführung eines Papieres an der Börse sind in Deutschland freiwillige Akte eines Emissionshauses. Es kann ebensogut dies alles unterlassen und durch freihändigen Verkauf eine Anleihe an das Publikum bringen, entweder ohne irgend welche Rechenschaft darüber abzulegen, welche Prüfungen es selbst oder irgend ein Börsenorgan über die Bonität des Papieres angestellt hat, oder unter gleichzeitiger Beantragung der Zulassung des Wertpapieres zur Börse und Einreichung eines Prospekts. Der freihändige Verkauf ohne Einführung des Papiers in den Handel einer grösseren Börse kommt mehr für Aktien und für lokale Werte in Betracht, für die Unterbringung grösserer Anleihen ist diese Methode belanglos. Der Absatz derselben kann nur gelingen, wenn mindestens eine der grösseren Börsen die Anleihe zum Handel und zur Notierung zulässt; bei sehr grossen Beträgen geht sogar das Bestreben der Emissionshäuser meist dahin, zugleich in Berlin und einigen grösseren deutschen Börsen und ebenso in London, Amsterdam und Paris und unter Umständen noch an einer Börse im eigenen Lande des Schuldners die Zulassung zum Handel zu erlangen. Zur Einführung in den offiziellen börsenmässigen Handel war in Berlin seither folgendes

Verfahren einzuschlagen. Das Emissionshaus, welches ein Papier in den Handel einzuführen beabsichtigt, hat bei dem Börsenkommissariat den Antrag zu stellen, es möge einer bestimmten Gruppe vereideter Makler der Handel in dem betreffenden Effekt gestattet werden. Dem Antrag ist ein Prospekt, d. h. eine Zusammenstellung aller Angaben, welche das Emissionshaus zur Beurteilung des Wertes des Effektes für nötig erachtet, beizufügen. Das Börsenkommissariat ernennt hierauf aus seiner Mitte einen Referenten, der das eingereichte Material prüft und weitere Angaben vom Emissionshaus fordern kann. Hierauf hat das Plenum des Börsenkommissariats nach den „Leitenden Gesichtspunkten" zu prüfen, ob sich das Publikum aus den Angaben des Prospektes ein Urteil zu bilden vermag, wobei jedoch nicht streng an den einzelnen Erfordernissen dieser Bestimmungen festgehalten werden muss. Das Kommissariat kann grössere oder geringere Anforderungen stellen, ja es kann sogar, wenn allen Bedingungen genügt ist, dennoch die Zulassung verweigern. Ist letzteres geschehen, so kann das Emissionshaus sich beschwerdeführend an das Aeltestenkollegium wenden. Ausserdem steht an den preussischen Börsen dem Handelsminister das Recht zu, gegen Zulassung eines Papieres zu protestieren. Ist die Zulassung erfolgt, so ist damit nur ausgesprochen, dass den vereideten Maklern der Handel in dem zugelassenen Papier gestattet ist, dagegen nicht, dass nunmehr eine amtliche Notiz des Effektes stattfindet. Letztere wird von der Börsenbehörde erst dann bewilligt, wenn in dem Papiere ein regelmässiger Handel von genügendem Umfang stattfindet. Ist der Prospekt vom Börsenkommissariat genehmigt, so schreitet das emittierende Haus so schnell als möglich zur Veranstaltung der Subskription. Zunächst wird der vom Börsenkommissariat genehmigte Prospekt in Berliner Zeitungen veröffentlicht. Dies geschieht in der Weise, dass das Emissionshaus die Angaben des Prospektes lediglich als die des Anleiheschuldners, nicht als seine eigenen darstellt. Im Anschluss an den Prospekt erfolgt gewöhnlich die Aufforderung zur Zeichnung und die Veröffentlichung der Subskriptionsbedingungen. In dieser Annonce sind meist folgende Punkte enthalten: die Angabe der Zeichen-

stellen, mindestens der deutschen, des Subskriptionstages, des Preises, der Zahlungsbedingungen und etwaige Vorbehalte bezüglich der Freiheit der Zuteilung nach beendeter Zeichnung. Bei Festsetzung des Emissionstages ist es kein Hindernis, dass etwa die Schuldurkunden noch nicht fertig oder dem Emissionshaus noch nicht zugestellt sind, sondern es werden vorläufig Interimsscheine ausgegeben, die entweder vom Emissionshaus oder dem Schuldner, oder von beiden unterzeichnet sind. Dagegen könnten bei überseeischen Anleihen Schwierigkeiten entstehen, wenn der Uebernahmevertrag noch nicht definitiv ausgearbeitet und von beiden Parteien unterzeichnet wäre. Besondere Sorgfalt muss das Emissionshaus bei internationalen Anleihen der Feststellung des Subskriptionspreises widmen, da ausser der Rücksicht auf den zu erzielenden Gewinn die Verschiedenheit der Währungen und die Verschiedenheit der Zahlungstermine in Betracht zu ziehen ist [1]. Einige Emissionshäuser fordern vom Zeichner eine der Höhe seiner Zeichnung entsprechende Kaution, andre behalten sich das Recht vor, eine solche gegebenenfalls verlangen zu dürfen. Ein Anrecht auf einen bestimmten Betrag der emittierten Papiere erwirbt der Zeichner nicht. Nur wenn der Abnehmer Sicherheit dafür stellt, dass er nicht Wiederverkäufer ist, sondern die Stücke zu festem Besitz wünscht, lassen sich deutsche Banken im Gegensatz zu dem in England üblichen Verfahren [2]) ausnahmsweise darauf ein, feste Stücke zum Emissionspreis oder etwas darunter vorher zuzusichern. In der Regel findet bei der Emission einigermassen guter Papiere eine „Ueberzeichnung“ statt, d. h. die Summe der gezeichneten Beträge übersteigt den zur Zeichnung aufgelegten Gesamtbetrag. Für diesen Fall behalten sich die Emissionshäuser das Recht vor, die eingelaufenen Zeichnungen bei der Zuteilung der Stücke zu reduzieren; die Stückezuteilung erfolgt nicht immer mechanisch pro rata des gezeichneten Betrages; ebensowenig erfolgt immer eine volle Berücksichtigung der kleinen und eine Reduktion nur der grossen Beträge, sondern die Emissionshäuser

---

[1]) Vgl. hierzu Lotz, „Technik des Emissionsgeschäftes“ S. 27 und 28.
[2]) Ibid. S. 30.

pflegen die eingelaufenen Zeichnungen daraufhin zu prüfen, ob sie wahrscheinlich von Spekulanten herrühren oder von Käufern, welche dauernde Vermögensanlage beabsichtigen. Meist aus diesem Gesichtspunkt erfolgt die — dem einzelnen Zeichner gegenüber völlig in das Ermessen der Emissionshäuser gestellte — Zuteilung der Stücke.

Tritt statt einer Ueberzeichnung der Fall ein, dass es nicht gelingt, die übernommene Anleihe völlig zu begeben, so werden die übrigen Stücke entweder an ein neues Konsortium veräussert oder an die Mitglieder des Hauptsyndikats aufgeteilt; die letzteren können ihren Unterbeteiligten gegenüber wiederum von dem Rechte Gebrauch machen, die Abnahme der Stücke zu verlangen.

Nach erfolgter Zuteilung der Stücke an die Zeichner ist die Aufgabe der Emissionshäuser noch nicht immer ganz erledigt. Sie sehen sich nämlich den mancherlei an der Börse vorkommenden Manipulationen gegenüber bisweilen gezwungen, noch einige Zeit hindurch über eine gleichmässige Kursgestaltung der emittierten Papiere zu wachen. Dies geschieht am erfolgreichsten dadurch, dass die Syndikatsleitung sich einerseits einen kleinen Stückevorrat zurückbehält, um durch rechtzeitige Abgabe von Stücken eine nur vorübergehende künstliche Kurssteigerung zu verhüten; ebenso kommt es vor, dass das Emissionssyndikat auf den Markt geworfene „flottierende“ Stücke wieder aufnimmt, um durch plötzliches Angebot ein Sinken des Kurses zu verhüten. Zu dem Eingreifen nach Beendigung der Zuteilung ist das Emissionshaus besonders durch das später zu erörternde Treiben der sog. „Konzertzeichner“ genötigt.

Ist die Emission, sei es durch Verkauf sämtlicher Stücke, sei es durch Verteilung des unverkauft gebliebenen Restes an die Beteiligten, beendet, so stellt die Syndikatsleitung den Hauptmitgliedern Rechnung, ebenso diese ihren Unterbeteiligten, worauf man sich allseitig die Erklärung gibt, man betrachte das betreffende Geschäft als abgewickelt und habe Ansprüche aus demselben nicht mehr geltend zu machen.

II. Das Konversionsgeschäft.

Konversion ist die Umwandlung, welche durch Aenderung des Normalzinsfusses, insbesondere im Falle einer Zinsreduktion, oder durch Aenderung sonstiger Schuldbedingungen, z. B. der Tilgungsart erfolgt. Die Technik des Verfahrens sei auch hier an einem Beispiele veranschaulicht, und zwar sei der häufige Fall gewählt, dass eine 4 %ige Kommunalanleihe in eine 3½ %ige umgewandelt wird.

Zunächst kündigt der Schuldner den Inhabern der 4 %igen Obligationen die Schuld zum nächstmöglichen Termine zur Heimzahlung und lässt den Gläubigern die Wahl, ob sie die Heimzahlung zum Nennwert oder den Umtausch ihrer 4 %igen Obligationen in 3½ %ige annehmen wollen. Für diesen Umtausch gewährt der Schuldner je nach Lage des Geldmarktes entweder eine Konversionsprämie von 1—1½ % oder es findet keine besondere Vergütung statt oder es wird sogar ein kleines Aufgeld verlangt. Das Bankhaus oder das Konsortium, mit welchem sich der Anleiheschuldner schon vor der Aufforderung zur Konversion über die Bedingungen der Uebernahme des gesamten Geschäftes geeinigt hat, nimmt die Abstempelung oder den Umtausch der 4 %igen in 3½ %ige Stücke vor und bezieht für seine Mühewaltung vom Anleiheschuldner eine Provision auf die zur Konvertierung angemeldeten Stücke; ausserdem erhält das Bankhaus die neu auszugebenden 3½ %igen Stücke etwas unter dem Marktpreis zum Weiterverkaufe. Die Abfindung der nicht in die Zinsreduktion willigenden Gläubiger ist dem Bankhaus überlassen. Der Vertrieb der nicht zur Konvertierung gelangten Stücke ist ebenfalls Aufgabe des Bankhauses und geschieht meist durch freihändigen Verkauf. Soll aus irgend einem Grunde die Einführung der betreffenden Papiere an der Berliner Börse erfolgen, so ist bei Papieren, welche vor der Konversion bereits zum Handel zugelassen waren, ein Prospekt nur dann vorzulegen, wenn mit der Zinsherabsetzung zugleich eine Erhöhung des Kapitals verbunden war.

III. Das Gründungsgeschäft.

Seit der Aktiengesetznovelle vom 18. Juli 1884 ist in der Technik des Gründungsgeschäftes eine Wandlung erfolgt. Die

Erscheinung, dass völlig neue Unternehmungen in Form der Aktiengesellschaft errichtet und deren Aktien sofort in Verkehr gebracht werden, ist seltener geworden; das Gründungsgeschäft, wie es heute betrieben wird, besteht meist in der Umwandlung bereits bestehender Betriebe in Aktiengesellschaften, also in der Aenderung der juristischen Betriebsform bestehender Unternehmungen. Es liegt ausserhalb des Rahmens dieser Schrift, alle Spielarten des Gründungsgeschäfts zu schildern, es mag hier genügen, den Fall einer Umgründung in seinen allgemeinen Grundzügen zu schildern. Verfolgen wir den Hergang einer Umgründung in ihren einzelnen Phasen, so fällt uns schon im ersten Stadium, bei Uebernahme des Betriebes durch das Bankhaus, folgende durch das Aktiengesetz geschaffene Aenderung des früheren Zustandes ins Auge. Anfangs der siebziger Jahre war bei einer Umgründung das Bestreben des Vorbesitzers darauf gerichtet, seinen Besitz möglichst teuer an die Aktiengesellschaft zu veräussern. Die bei der Gründung beteiligten Bankhäuser hatten sich nicht selten mit dem Vorbesitzer über die Teilung des so erzielten Gewinnes geeinigt und liessen die zu hohe Taxation ruhig geschehen; die Emission der Aktien erfolgte dann meist al pari, da die Beteiligten ihren Gewinn bereits vorher gemacht hatten. Seit der Aktiennovelle muss der Gewinn in andrer Richtung gesucht werden, da das Aktiengesetz genaue Vorschriften bezüglich der Uebernahme der bisherigen Werte, der sog. Illaten, bezüglich der Veranschlagung derselben durch Unparteiische und bezüglich der Zuweisung eines bei der Gründung selbst erzielten Aufgeldes an den Reservefonds trifft. Der Gewinn, den der mit Aktien entschädigte Vorbesitzer und das gründende Bankkonsortium unter dem Aktiengesetz erzielen können, besteht hauptsächlich in der Differenz des Preises der zum Nennwert übernommenen Aktien und des zu erzielenden Verkaufspreises derselben. Die Bestimmung des Verkaufspreises ist nicht wie bei einer Anleihe ein blosses Rechenexempel, sondern muss mannigfachen Umständen Rechnung tragen: der Stimmung des Publikums, der jeweiligen Börsen- und Marktlage, den Verhältnissen des Geldmarktes, politischen Verhältnissen etc. Der Verkauf von Aktien eines neu gegründeten

Unternehmens unterliegt in Deutschland einer weitgehenden Verantwortung, die in einem späteren Kapitel näher zu betrachten ist. Zum Verkauf stehen dem Bankkonsortium auch hier wieder zwei Wege offen: entweder die Aktien werden zur Subskription zu einem festen Subskriptionskurs aufgelegt und in den offiziellen Börsenhandel eingeführt oder die Aktien werden allmählich freihändig an der Börse oder mit Umgehung der deutschen Börsen — wie bei den Goldminenaktien — direkt ans Publikum verkauft. Der freihändige Verkauf, besonders ohne Einführung der Aktien an einer grösseren inländischen Börse ermöglicht leicht Kurstreibereien und unredlichen Gewinn und kann dem kaufenden Publikum sehr gefährlich werden, wie sich bei Betrachtung der Sachverständigenaussagen zeigen wird. Wird hingegen die Einführung in den offiziellen Handel der grösseren deutschen Börsen erstrebt, so hat das emittierende Bankhaus dem Börsenkommissariat in Berlin — wie bei Anleihen — einen Prospekt einzureichen, der ebenfalls nach den „leitenden Gesichtspunkten“ geprüft wird. Ist derselbe genehmigt, so ist das weitere Verfahren ähnlich dem beim Anleihegeschäft geschilderten. Nur die zur Ueberwachung der anfänglichen Kursgestaltung vom Emissionshaus getroffenen Massregeln weisen eine besondere Eigentümlichkeit auf. Um dem Treiben derjenigen Zeichner oder Käufer, welche die Aktien nur zum baldigen Wiederverkauf mit Kursgewinn erworben haben, entgegenzuwirken, fügen die Emissionshäuser dem Prospekt häufig eine Klausel des Inhalts bei, diejenigen Zeichner, welche sich verpflichteten, ihre Aktien vor einer gewissen Zeit nicht an den Markt zu bringen, sollten bei der Zuteilung der Stücke oder in den Zahlungsbedingungen bevorzugt werden. Diese Massregel wird vom Emissionshaus besonders dann ergriffen, wenn es noch Stücke unter der Hand verkaufen will, und sie hat den Zweck, das auf dem Markt neben der Emissionsfirma konkurrierende Angebot zu verringern. Die „Sperren“ sind jedoch eine zweischneidige Waffe; die für und wider dieselben vorgebrachten Argumente sind an späterer Stelle wiedergegeben.

Zum Betrieb des Emissionsgeschäftes gehört schliesslich noch die Mitwirkung bei Erhöhung des Grundkapitals bestehen-

der Aktiengesellschaften. Die Erhöhung des Aktienkapitals vollzieht sich nicht selten ohne Mitwirkung von Banken; letztere wird aber erforderlich, wenn es fraglich ist, ob die Neuemission bei den Anteilseignern der Aktiengesellschaft allein unterzubringen ist, oder wenn die neuen Aktien sofort an der Börse eingeführt werden sollen, oder wenn es gilt, zu einem naheliegenden Termin grössere Summen mit Sicherheit aufzubringen. Das Emissionshaus oder Bankkonsortium übernimmt[1]) von der Aktiengesellschaft die gesamte Neuemission zu einem festen Preise und verpflichtet sich, den alten Aktionären die Ausübung ihres Bezugsrechtes zu ermöglichen. Diese geschieht in der Weise, dass die alten Aktien bei den beteiligten Banken eingereicht und abgestempelt werden, wobei der Kaufpreis für die „jungen Aktien" ganz oder teilweise zu entrichten ist. Soweit die Bezugsrechte nicht ausgeübt werden oder überhaupt nicht bestehen, übernimmt das Bankkonsortium die neuen Aktien. Soll die Einführung derselben in den Börsenhandel erfolgen, so gelten in Berlin bezüglich des Einführungsprospektes ausser dem betreffs der Einführung von Aktien überhaupt Gesagten noch die für diesen speziellen Fall getroffenen Bestimmungen der „leitenden Gesichtspunkte". Im übrigen weist der Vertrieb der neuen Aktien, im Vergleich zu dem von Aktien überhaupt, keine besonderen Eigentümlichkeiten auf.

Mit den angeführten Beispielen sind keineswegs alle oder auch nur die hauptsächlichsten Fälle der Emissionsthätigkeit der Banken erschöpft. Das Verfahren derselben weist unendliche Verschiedenheiten auf, die ihre Ursache haben können in der Güte, dem Rang und „Emissionskredit" des Emissionshauses, in dem Publikum, an das sich die Emission wendet, in den Verhältnissen und Bestimmungen der Börse, an welcher die Einführung stattfinden soll, in der Lage des Marktes und dem Geldstande, in politischen Verhältnissen, in der Bonität

[1]) Auch bei diesem Geschäftszweig sind natürlich mancherlei Abmachungen und verschiedenartige Methoden möglich, die hier nicht alle aufgezählt werden können.

der zu emittierenden Papiere und schliesslich in deren Gattung; das Bankhaus wird verschieden verfahren, je nachdem es sich um die Emission von Bank-, Industrie- oder Eisenbahnaktien, ferner je nachdem es sich um in- oder ausländische Wertpapiere handelt. Eine erschöpfende Darstellung der Technik des deutschen Emissionswesens zu geben, ist auch nach der Börsenenquete ganz unmöglich, da sich deren Untersuchungen gerade auf diesem Gebiete am wenigsten auf thatsächliche Feststellungen erstreckten, sondern mit den vernommenen Sachverständigen fast ausschliesslich Erörterungen de lege ferenda gepflogen wurden. Ein flüchtiger Blick in den Fragebogen der Enquetekommission genügt, um dies zu beweisen. Von den auf das Emissionswesen bezüglichen Fragen lautet eine, ob sich die Zulassungsbedingungen zum Handel und zur Notiz bewährt haben; acht weitere Fragen lauten: „Soll diese oder jene Reform eingeführt werden?" und zwei lauten zur Abwechselung: „Empfiehlt es sich?" und „Ist diese oder jene Einrichtung einzuführen?" Dass bei einem derartigen Verfahren die Ausbeute an thatsächlichen Ergebnissen ungenügend werden musste, war vorauszusehen. Die thatsächlichen Zustände kamen in den Aussagen der Sachverständigen nur so weit zur Sprache, als sie zur Motivierung ihrer Reformvorschläge dienten.

C. Die zur Zeit der Börsenenquete geltenden Grundsätze der deutschen Börsen bei Zulassung von Papieren zum Handel und zur Notiz.

Die Zustände, welche wir zur Zeit der Börsenenquete vorfinden, sind folgende:

Berlin.

Die Zulassung zum Handel und zur Notiz wird hier vom Börsenkommissariat ausgesprochen. Dasselbe wird vom Aeltestenkollegium in einer dem Bedürfnis entsprechenden Anzahl ernannt [1]. Das formelle Verfahren bei der Zulassung der

[1] § 11 der revidierten Berliner Börsenordnung.

Anträge ist bereits geschildert. Die Grundsätze, nach welchen die Prüfung des Prospektes erfolgt, sind die sog. „leitenden Gesichtspunkte". Sie haben sich aus der Praxis des Börsenkommissariats ergeben und sind nicht feststehende Normen, sondern nur eine geordnete Zusammenstellung der ursprünglich nur lose und in einzelnen Beschlüssen des Kommissariats niedergelegten Grundsätze, welche man veröffentlichte, „damit sie allen Interessenten als Anhalt dienen" [1]).

Das Börsenkommissariat tritt nicht in eine materielle Prüfung der Bonität eines Effektes ein, sondern beschränkt sich darauf, zu untersuchen, ob das im Prospekt Gesagte genügt, damit sich das Publikum ein eigenes Urteil bilden könne, und ob das Gesagte mit der Wahrheit übereinstimme. Frentzel vergleicht die Aufgabe der Zulassungsbehörde treffend mit der eines Untersuchungsrichters, da sie vor das Forum des Publikums nur das Material zu bringen habe, auf Grund dessen das Publikum sein Urteil fälle. Diesem Standpunkt entsprechend sind die in den „leitenden Gesichtspunkten" aufgestellten Erfordernisse meist formeller Natur. Sie zerfallen in allgemeine, für alle einzuführenden Wertpapiere gültige Bestimmungen und in spezielle Voraussetzungen für die einzelnen Kategorien von Wertpapieren. Zu den ersteren gehört:

1. In Berlin ist eine Zahlstelle für Zinsen, Dividenden und zurückzuzahlende Stücke zu errichten.

2. Die einzuführenden Papiere müssen vollgezahlt sein, Versicherungsgesellschafts- und gesetzmässig liberierte Aktien, sowie „einzelne besonders geeignete Fälle" ausgenommen.

3. Bei Konversionen, die mit einer Kapitalserhöhung verbunden sind, ist ein Prospekt erforderlich.

4. Bei ausländischen Papieren hat sich das einführende Haus mit dem Börsenkommissariat über den Umrechnungskurs der fremden Valuta zu verständigen.

5. Dem Referenten des Börsenkommissariats müssen die zur Prüfung des Prospektes erforderlichen Unterlagen mindestens einen vollen Kalendertag vor der Sitzung des Kommis-

---

[1]) Referat Frentzels, Sitzungsprotokolle S. 98.

sariats eingereicht werden, wenn möglich mit einem Originalstück des einzuführenden Effektes.

Der zweite Teil der „leitenden Gesichtspunkte“ enthält die speziellen Bestimmungen für die in 14 Kategorien geschiedenen Wertpapiere. Schuldverschreibungen des Deutschen Reiches und des preussischen Staates bedürfen keines Einführungsprospektes. Was die einzelnen übrigen Papiere betrifft, so kann hier auf eine Wiedergabe der einzelnen Bestimmungen verzichtet werden, da der Kommissionsbericht einen wörtlichen Abdruck und eine eingehende Besprechung der „Leitenden Gesichtspunkte“ enthält [1]).

Wir beschränken uns hier auf die Darstellung der Zulassungsbedingungen für ausländische Anleihen und für Aktien inländischer Industriegesellschaften, da sich hauptsächlich auf diesen Gebieten Missstände gezeigt haben. Für ausländische Anleihen soll der Prospekt eine Uebersicht des letzten — ordentlichen, wie ausserordentlichen — Budgets und Mitteilung des Schuldenstandes enthalten; das Gesetz oder Privilegium, auf welchem die Berechtigung zur Ausgabe der Schuldverschreibungen beruht, ist im Prospekt zu bezeichnen; alle diese Angaben sind dem Börsenkommissariat durch Belege glaubhaft zu machen. Wenn möglich, soll der Prospekt Aufschluss über den Verwendungszweck der Anleihe geben. Im Falle der Spezialsicherung der Anleihe durch Einnahmen aus Zöllen, ist über die Form der Sicherstellung und die bisherigen Erträgnisse des Sicherstellungsobjektes Auskunft zu geben. Bei gleichzeitiger Emission an verschiedenen Plätzen muss gesagt werden, welche Interimsscheine in Berlin kostenlos umgetauscht werden.

Wenn möglich, ist dem Börsenkommissariat der Stücketext mitzuteilen. Ferner ist anzugeben: die Valuta, der Umrechnungskurs für Zins- und Kapitalzahlung, die Art der Tilgung der Schuld, der Prozentsatz und die Zinstermine, etwaige bei Zins- und Kapitalzahlung erfolgende Abzüge, der für den Handel an der Börse festgesetzte Umrechnungskurs, die Verjährungsfristen für Kapital und Zinsen; und endlich ist auch

[1]) Bericht der Enquetekommission S. 46 ff.

mitzuteilen, auf welche Abschnitte die Stücke lauten, ob sie auf den Inhaber oder auf den Namen ausgestellt sind.

Bei Einführung von Aktien inländischer Industriegesellschaften muss der Prospekt ausser den erwähnten allgemeinen Erfordernissen der Vollzahlung und einer Zahlstelle in Berlin Aufschluss geben über die bisher erzielten Dividenden des Unternehmens auf längstens 5 Jahre zurückgerechnet, über Errichtungsvertrag, Konzession oder Privilegium der Aktiengesellschaft und ihre rechtliche Natur als solche, ferner über den Tag der Eintragung ins Handelsregister, wofür dem Kommissariat beglaubigtes Beweismaterial vorzulegen ist, über die Abschnitte der Aktien und ob solche auf Namen oder Inhaber lauten, ferner über Gegenstand, Domizil, Dauer und Geschäftsjahr der Gesellschaft, über die Höhe des Gesamtkapitals und die Höhe des zu emittierenden Betrages, über das Verhältnis der von der Gesellschaft ausgegebenen verschiedenen Gattungen von Aktien zu einander in Bezug auf Dividendenzahlung und etwaige Liquidation, über das Rechtsverhältnis etwaiger Genussscheine, über die Höhe der Hypotheken und Obligationsschulden, über die Tilgungsart derselben und die Fälligkeitstermine, und über die statutarischen Grundsätze der Bilanzierung und Gewinnverteilung; die Persönlichkeiten des Aufsichtsrates und Vorstandes müssen namhaft gemacht werden. Besonders wertvoll sind ferner folgende Bestimmungen: etwaige Rechte der ersten Zeichner oder sonstige Bezugsrechte und andere „besonders wichtige und ungewöhnliche Bestimmungen des Statuts" müssen im Prospekt bekannt gegeben werden. Es soll ferner, wenn die Vergangenheit der Gründung nicht ganz klar ist, das Publikum hierüber dadurch informiert werden, dass der Prospekt das Wesentliche der in Art. 209 b und 209 g des Aktiengesetzes vom 18. Juli 1884 bezeichneten Klarstellungen enthält, d. h. dass im Prospekt jeder zu Gunsten einzelner Aktionäre bedungene besondere Vorteil, alle von Aktionären nicht in bar gemachten Einlagen, die von der Gesellschaft übernommenen Vermögensstücke, der Gründungsaufwand samt der Gründererklärung des Art. 209 g dem wesentlichen Inhalt nach und mit Namensnennung wiedergegeben werden müssen. Ausserdem müssen im Prospekt die Geschäftsresultate der beiden

letzten, der Gründung vorhergegangenen Jahre angegeben werden. Bemerkenswert ist, dass das Börsenkommissariat von der Veröffentlichung der besonderen Gründungsvorgänge absehen kann, wenn „seit Gründung der Gesellschaft bereits ein Betriebsjahr verflossen ist, und die Bilanz dieses Betriebsjahres mit hinreichend spezifizierten Ziffern und mit Gewinn- und Verlustconto im Prospekt publiziert ist".

Analog den hier wiedergegebenen Bestimmungen für auswärtige Anlehen und inländische Aktien sind die Bestimmungen für die übrigen Gattungen von Wertpapieren gestaltet.

Nach diesen meist formalen Gesichtspunkten prüft das Börsenkommissariat den Prospekt und seine Unterlagen und kann nach seinem diskretionären Ermessen von dem einen oder andern Punkte absehen und in andern Fällen weitergehende Anforderungen stellen. Die Zulassung kann auch aus innerlichen, zur Mitteilung an die Interessenten nicht geeigneten Gründen verweigert werden. Von diesem Recht hat das Börsenkommissariat mehrfach Gebrauch gemacht. „Es ist mir," sagt der Sachverständige Salomon [1]), „z. B. im Gedächtnis: eine Gründung eines Königstadt-Bauvereins, dann eine Ziegeleigesellschaft und eine amerikanische industrielle Gesellschaft. Die bulgarische Anleihe hatten wir abgelehnt, weil die staatlichen Verhältnisse Bulgariens nicht festgestellt waren, und so sind eine ganze Anzahl von Prospekten von uns abgelehnt worden." Wenn die Fälle der Zurückweisung von Anträgen verhältnismässig selten sind, so erklärt sich dies nach den Aussagen der Sachverständigen [2]) daraus, dass die zu erfüllenden Anforderungen genau präzisiert und dem Emissionshaus bekannt sind, weshalb dieses Anträge, die den Bedingungen nicht genügten, schon in seinem eigenen Interesse unterlasse; ferner dringe die Ablehnung von Anträgen meist nicht in die Oeffentlichkeit, da sie gewöhnlich in der Form geschehe, dass man dem Emissionshaus nahe lege, das Gesuch zurückzuziehen.

Mit der Zulassung zum Handel ist in der Regel die Zu-

---

[1]) Mitglied des Börsenkommissariats der Berliner Fondsbörse — Stenogr. Ber. S. 1096.

[2]) Kopetzky S. 18, Kaempff S. 779, Salomon S. 1096 u. a.

lassung zur nichtamtlichen Notiz im nichtamtlichen Teile des offiziellen Kursblattes verknüpft. Gewinnt das Börsenkomissariat durch Einsicht der Bücher der vereideten Makler die Ueberzeugung, dass sich in dem zugelassenen Papier ein „regelmässiger Verkehr“ entwickelt hat, so erfolgt als letztes Stadium die Zulassung des Effektes zur amtlichen Notiz, d. h. die Aufnahme in den amtlichen Teil des Kurszettels. Die Zulassung erfolgt meist auf Antrag der Emissionsfirma, und zwar nicht durch das Börsenkommissariat, sondern durch das Aeltestenkollegium. Doch kann die Zulassung zur amtlichen Notiz auch durch das Aeltestenkollegium ex officio auf Antrag des Börsenkommissariats erfolgen, und zwar bei Effekten, bei welchen die einführenden Firmen die Stellung eines Antrages unterlassen haben, bei welchen aber die Aufnahme in den amtlichen Kursbericht dem Börsenkommissariat zweckmässig erscheint.

Frankfurt a. M.[1]).

Hier entscheidet die Handelskammer über die Zulassung neuer Effekten zum Handel und zur Notierung im öffentlichen Kursblatt. Der einzureichende Prospekt wird geprüft nach „Leitenden Gesichtspunkten“, welche mit den für die Berliner Börse geltenden fast völlig übereinstimmen. Es ist auch hier dem diskretionären Ermessen der Handelskammer überlassen, gegebenen Falles weitergehende Anforderungen zu stellen oder die Zulassung ohne Angabe von Gründen zu verweigern. Bemerkenswert ist, dass hier bei der Zulassung von Papieren auch den Interessen der Börse und des lokalen Bankiergewerbes Rechnung getragen wird, indem die Handelskammer auch die Frage prüft, ob bei der Emission der Frankfurter Platz gebührend berücksichtigt worden ist. Ferner wird ein Mindestkapital von 1 Million gefordert. In den seltenen Fällen [2]) der Zurückweisung eines Antrages wird ebenso verfahren wie in Berlin.

---

[1]) Vgl. „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 26; ferner v. Guaita S. 801/2, Metzler S. 1114 und Puls, „Börsenhandbuch“.

[2]) „Aus meiner Praxis kann ich nur angeben, dass in einem einzigen Fall beschlossen worden ist, dem Emittenten zu empfehlen, die Emission aufzugeben.“ Stenogr. Ber. v. Guaita S. 801.

Hamburg [1]).

Genehmigung der Zulassung zum Handel ist hier nicht erforderlich, da es keine vereideten Makler gibt. Ueber die Zulassung zur Notierung im offiziellen Kurszettel entscheidet die Sachverständigenkommission, bestehend aus neun von der Handelskammer gewählten Mitgliedern; als erforderlich wird angesehen, dass von den betreffenden Emissionsfirmen ein Prospekt veröffentlicht wird, welcher die in Betracht kommenden Verhältnisse klar legt, „keine Verschleierungen“ enthält und in der Regel von dem Aussteller des Papieres und von der Emissionsfirma „zur Bekräftigung des Inhalts“ unterzeichnet ist. Bei Gesellschaften ist ausser einem Prospekt das Statut, der letzte Jahresbericht, bezw. eine Eröffnungsbilanz einzureichen; die Emissionsfirma muss sich verpflichten, Interimsscheine kostenfrei umzutauschen, Coupons etc. in Hamburg zahlbar zu stellen und das Verhältnis des emittierten Betrages zum Gesamtaktien- oder Anleihekapital anzugeben; ausserdem müssen nachweislich erheblichere Umsätze stattgefunden haben. Weitere Bedingungen sind für die Hamburger Börse nicht fixiert. Die Kommission prüft jeden Antrag „weniger nach seiner materiellen, inneren Berechtigung, indem sie vielmehr den Grundsatz verfolgt, dem Publikum selbst zu überlassen, sich über den Wert des zur Notiz zugelassenen Papieres ein eigenes Urteil zu bilden“ (Usancen, S. 19). Auf welchem Wege die Hamburger Sachverständigenkommission dieses Ziel zu erreichen sucht, welche Anforderungen sie an die einzelnen Gattungen von Wertpapieren thatsächlich stellt, geht aus den Untersuchungen der Börsenkommission nicht hervor. Abgesehen von den oben wiedergegebenen Bedingungen verfährt hier die Sachverständigenkommission in der Prüfung des Prospektes völlig nach ihrem Belieben. „Es ist,“ sagt der Sachverständige Schinckel [2]), „wiederholt vorgekommen, dass Sachen abgelehnt sind, die nach meiner Ansicht abgelehnt werden mussten. Auf

---

[1]) Siehe „Allgemeine Usancen für den Effektenhandel“, gültig vom 1. Januar 1892, S. 16, 18, 19. Ferner Stenogr. Ber. Hinrichsen S. 628, Schinckel S. 1099/1100.

[2]) Stenogr. Ber. S. 1100.

der anderen Seite habe ich die Erfahrung gemacht, dass die Herren sich mit der grössten Sorgfalt auch mit den kleinsten Sachen beschäftigt haben." Ferner: „Bei weitem der grösste Teil unsolider Papiere, welche an unserer Börse gehandelt werden, werden nicht notiert und haben diesen Weg nicht passiert."

Da eine Zulassung zum Handel nicht erforderlich ist, so hat sich hier ein recht bedenklicher Handel entwickelt in Papieren, „von denen man gar nicht erst versucht hat, sie zur Notiz zu bringen, für die gar kein Prospekt erschienen ist und in denen sich dennoch ein Handel eingebürgert hat durch Agenten, denen man ja natürlich doch an der Börse nicht verwehren kann, so gut wie sie Butter und Käse anbieten, auch Goldshares anzubieten". Die Notierungen für derartige Papiere erscheinen dann einfach in Zeitungen statt im amtlichen Kursblatt.

Bremen[1]).

Ueber die Zulassung neuer Effekten zur amtlichen Notierung entscheidet die Sachverständigenkommission. Das Verfahren ist ähnlich dem in Berlin bestehenden. „Wir haben uns," sagt der Sachverständige Wolde, „vollkommen an die Berliner Bedingungen angelehnt, ohne irgend welche wesentliche Abänderungen vorzunehmen." Die „Leitenden Gesichtspunkte" stimmen fast wörtlich mit den in Berlin geltenden überein; von einzelnen Erfordernissen, die ausdrücklich bezeichnet sind, kann die Kommission absehen. Bemerkenswert ist hier noch folgendes: § 31 der Usancen sagt: „Wenn bei Einführung eines Wertpapieres ein Prospekt veröffentlicht werden soll, so muss dieser Prospekt, andernfalls müssen Angaben über das einzuführende Objekt eingereicht werden." Diese „Angaben" müssen alles das enthalten, was in Berlin im Prospekt gefordert wird. Das Material, auf Grund dessen man sich ein Urteil über den Wert eines Papieres bilden kann, muss in Bremen wohl zur Kenntnis der Börsenbehörde, aber nicht zu der des Publikums gebracht werden, denn die Ver-

---

[1]) Vgl. „Usancen der Bremer Fondsbörse" und Stenogr. Ber. Wolde S. 351/52.

öffentlichung eines genehmigten Prospektes ist hier nicht vorgeschrieben.

Eine weitere Abweichung vom Berliner Verfahren besteht darin, dass die Sachverständigenkommission verpflichtet ist, eine etwaige Verweigerung der Zulassung zur Notiz schriftlich zu motivieren; das gleiche gilt, wenn weitergehende Anforderungen gestellt werden, als sie die „Leitenden Gesichtspunkte“ enthalten. Schliesslich ist noch die Bestimmung des § 45 der Usancen zu erwähnen, dass Wertpapiere, welche an der Berliner, Frankfurter, Hamburger oder Londoner Börse notiert werden, auch ohne Einreichung eines Prospektes, bezw. ohne entsprechende Angaben seitens des Antragstellers zur Notiz zuzulassen sind.

Dresden.

Ueber die dortigen Zustände sagt der Sachverständige Arnhold[1]: „In Dresden haben wir auch einen Prospektzwang. Der Börsenvorstand hat sich aber um den Inhalt der Prospekte selbst niemals gekümmert, sondern er hat einfach den Prospekt, wie er ihm vom Emissionshaus vorgelegt wurde, genehmigt und seine Drucklegung gestattet.“ — „Die Bestimmungen (über die an den Prospekt zu stellenden Anforderungen) sind in den Vorstandssitzungen beschlossen worden, aber sie sind noch nicht endgültig geregelt, und zwar gerade mit Rücksicht auf die Börsenenquete.“ Bekanntlich haben die Beratungen der Enquetekommission erst am Ende des Jahres 1893 geendet; noch während sie tagte, ist für die Dresdener Börse am 27. April 1893 eine „Ordnung für die Aufnahme neuer Wertpapiere in den Kurszettel“ erlassen worden. Hiernach ist der Antrag auf Aufnahme neuer Wertpapiere in den Kurszettel von einer der Börse als Mitglied angehörenden Firma an den Börsenvorstand zu richten, wobei ein Einführungsprospekt nebst Anlagen einzureichen ist. Das Verfahren bei der Prüfung des Prospektes, sowie die an denselben zu stellenden Anforderungen sind durchaus dem in Berlin bestehenden Zustande nachgebildet. Bemerkenswert ist nur die Bestimmung, dass das Gesamtkapital bei Aktien nichtsächsischer Gesellschaften mindestens 500000 M., für alle

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 354.

übrigen Wertpapiere mindestens 300 000 M. betragen muss; von dieser Bestimmung sind ausgenommen: sächsische Stadtanleihen und die Papiere gemeinnütziger Unternehmungen.

Leipzig[1]).

Der Antrag auf Aufnahme neuer Wertpapiere in den Kurszettel war schriftlich an die I. Abteilung des Börsenvorstandes zu richten; er musste von mindestens drei an der Fondsbörse vertretenen Firmen unterschrieben sein. „Die Antragsteller haben auf Verlangen die zur Beurteilungen des Wertpapieres nötigen Unterlagen beizubringen.“ — „Ein Prospekt,“ sagt der Sachverständige Arnhold, „wird nicht verlangt. Bei Aktien liegt diese Beurteilung lediglich in der laufenden Preisbildung. Bei Aktiengesellschaften werden die Statuten und der Geschäftsbericht des letzten Jahres verlangt. Bei neugegründeten sind die zur Beurteilung nötigen Unterlagen zu beschaffen, und steht es dem Börsenvorstand frei, deren so viel zu verlangen, als er für nötig hält.“ — „Der Börsenvorstand verlangt fast regelmässig alle Grundlagen zur Beurteilung, nur wenn er selbst aus eigener Kenntnis genügend orientiert ist, kann er darauf verzichten.“ Wir haben also hier eine Börse, bei der es allein dem Ermessen des durch keinerlei Vorschriften gebundenen Börsenvorstandes und der Gewissenhaftigkeit und Einsicht der mit diesem Amte betrauten Leute überlassen war, ob ein Papier an der Börse Kurs haben soll oder nicht. Welche Erfahrungen man mit diesem eigenartigen, gewiss nähere Prüfung fordernden Zustand gemacht hat, darüber geben die dickleibigen Bände der Börsenenquete keinen Aufschluss. Man muss sich mit dem Zeugnis des Sachverständigen Arnhold begnügen: „Diese Einrichtungen haben sich im grossen und ganzen bewährt.“

München.

Die Münchener Börse war ein aus etwa 600 Kaufleuten bestehender Verein rein privaten Charakters; alljährlich wurde ein aus neun Personen bestehender Vorstand gewählt. Auf Antrag einer dem Verein angehörenden Bank kann die Ko-

[1]) Siehe „Ordnungen und Handelsgebräuche der Leipziger Börse“, im Auftrage der Handelskammer herausgegeben, S. 61 und Stenogr. Ber. Favreu S. 623.

tierung von Effekten im öffentlichen Kursblatt unter Berücksichtigung der jeweiligen Vorschriften von der Vorstandschaft zugelassen werden [1]). Diese „jeweiligen Vorschriften" waren nicht fixiert und gedruckt, sondern es ist, wie in Leipzig, „alles dem Ermessen des Vorstandes anheim gegeben." „Bei allen Anträgen [2]) gelangen die Prospekte mit allen Belägen, wie der Vorstand dies bestimmt, an dasjenige Mitglied, das mit dem betreffenden Gegenstand am besten vertraut sein kann, als Referent, und es ist namentlich in den letzten Jahren die Prüfung ziemlich streng gehandhabt worden, so dass mir auch Fälle bekannt sind, wo Papiere zurückgewiesen wurden." Thatsächlich soll sich der Börsenvorstand bei der Prüfung des Prospektes an die Berliner Leitenden Gesichtspunkte halten und deren Bestimmungen „nahezu ausnahmslos adoptiert" haben. „Ich selbst," sagt Finck, „habe jahrelang in den betreffenden Kommissionen mitgewirkt, und wir waren stets einig darüber, uns den Bestimmungen und Usancen, welche hier in Berlin geltend sind, anzuschliessen." In Berlin oder Frankfurt notierte Papiere können in München nach Ermessen des Börsenvorstandes ohne weiteres die Notiz erlangen. Während der Börsenenquete [3]) wurde die Bestimmung getroffen, der vom Börsenvorstand genehmigte Prospekt solle vor der Einführung des Papieres in der Weise veröffentlicht werden, dass er einer Auflage des Börsenkursblattes beigegeben werde. Eine Verpflichtung zur Veröffentlichung des Prospektes scheint also für das Emissionshaus bis dahin nicht bestanden zu haben. Die Thatsache, dass gerade in München eine Reihe recht zweifelhafter Wertpapiere notiert werden, und der etwaige Zusammenhang dieser Erscheinung mit dem dortigen Verfahren, waren Dinge, welche die Enquetekommission nicht weiter untersuchte. Man begnügte sich, mit dem über die Münchener Börsenverhältnisse vorzüglich orientierten Sachverständigen Finck, das vorgeschriebene Pensum, den Fragebogen, zu erledigen.

---

[1]) § 1 der „Normativbestimmungen für das Kotierungswesen" in den „Bestimmungen für die Münchener Börse" S. 39.

[2]) Finck S. 1112.

[3]) Am 10. Mai 1893, siehe „Bestimmungen für die Münchener Börse" S. 39.

S t u t t g a r t [1]).

„Die Entscheidung über die Zulassung von Wertpapieren zur Notiz findet durch eine Delegation des Börsenausschusses statt, die gebildet wird durch den Vorsitzenden, den stellvertretenden Vorsitzenden und einige Mitglieder des Börsenausschusses." — „Wenn ein Papier zur Notierung gelangen soll, so verlangt er die Einreichung eines Prospektes, die Einreichung der Gründungsakten, und unter Umständen sucht er noch andere Informationen zu erlangen, um darüber schlüssig zu werden, ob das betreffende Papier notiert werden darf." Die Prüfung des Prospektes bei neu einzuführenden Papieren erfolgt auch hier hauptsächlich nach den Frankfurter bezw. Berliner Bestimmungen. „Die Normen, welche dort in den letzten Jahren eingeführt wurden, werden auch in Stuttgart als massgebend betrachtet." Nun findet sich aber an der Stuttgarter Börse „e i n e g r o s s e A n z a h l v o n P a p i e r e n, von welchen lediglich die Emission stattfand, ohne dass auf Kursnotierung überhaupt Wert gelegt worden ist". „In der Regel," sagt v. P f l a u m, „s i n d d i e P r o s p e k t e s c h o n v e r ö f f e n t l i c h t, e h e d i e N o t i e r u n g a n d e r B ö r s e b e a n t r a g t w i r d." Nachträglich erteilt dann der Börsenausschuss auf Antrag des Emissionshauses die Genehmigung der Notierung, „unter der Bedingung, dass ein thatsächlicher Umsatz stattfindet". Auf die Frage des Vorsitzenden, ob man einem schlechten Papier die Zulassung verweigere, erwidert der Sachverständige: „Das ist schon geschehen. Es sind auch weitere Nachweise verlangt worden über die Unbedenklichkeit des betreffenden Wertpapieres, ehe die Notierung zugelassen worden ist. Es war eine Aktienziegelei, da hatten wir lange Zeit Abstand genommen, die Notierung des Papieres zuzulassen. Erst nachdem wiederholt die Bedenken behebenden Auskünfte gegeben worden sind, wurde die Notierung zugelassen."

Das ist alles, was wir über die etwas sonderbare Praxis der Stuttgarter Börse bezüglich der Zulassung von Papieren erfahren.

---

[1]) v. P f l a u m S. 1502/03.

Breslau.

Hier sind, wie mir die Handelskammer mit Schreiben vom 15. Mai 1896 mitteilte, für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel und zur Notiz die Berliner „leitenden Gesichtspunkte“ massgebend. Ueber das Verfahren bei der Zulassung gibt die im Auftrag der Enquetekommission gefertigte Zusammenstellung „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes“ keinen Aufschluss, ebensowenig die Aussagen des Breslauer Sachverständigen Heimann. Der Sachverständige v. Wallenberg-Paschaly [1]) sagt, es müsse sich bei Fondspapieren vor der Zulassung ein regelmässiger Handel herausgestellt haben. „Bei Aktien prüfen wir die Sache, und wenn wir glauben, dass es den Interessen der Provinz entspricht, führen wir ein solches Papier ein; sonst lehnen wir die Aufnahme in den Kurszettel ab.“ — — „Wir prüfen gewissenhaft das Objekt. Wir hatten z. B. letzthin eine Möbelfabrik, die hielten wir von vornherein für unreell, und die Sache wurde nicht angenommen.“ Diese Aussage macht den Eindruck, als ob man sich an der Breslauer Börse bemühe, eine über die formale hinausgehende materielle Prüfung der einzuführenden Wertpapiere vorzunehmen, was bei den kleinen Verhältnissen [2]) dieser Börse nicht ganz ausgeschlossen wäre.

Königsberg [3]).

Ueber die Zulassung von Effekten zur Kursnotierung entscheidet das Vorsteheramt der Kaufmannschaft. Dem Antrag ist ein Prospekt beizufügen, ausser bei den Schuldverschreibungen des Reiches und Preussens sowie bei bereits in Berlin zugelassenen Effekten. Für die Prüfung des Prospektes sind die Berliner „leitenden Gesichtspunkte“ massgebend. Nach erteilter Genehmigung muss der Prospekt in mindestens einer Königsberger Zeitung veröffentlicht werden. Bemerkenswert

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 773.

[2]) Es kommen vielleicht zwei oder drei Zulassungsanträge innerhalb drei Jahren vor. v. Wallenberg-Paschaly S. 777.

[3]) Siehe „Vorschriften, betreffend die Zulassung von Effekten zur Kursnotierung an der Königsberger Börse“. Schröter S. 1105/06 und Dr. Simon S. 1502.

ist folgende Bestimmung der „Vorschriften": „Die Verantwortung für die Richtigkeit der in dem Einführungsprospekt gemachten Angaben liegt der das Effekt einführenden hiesigen Firma ob, welche dieselbe dem Publikum gegenüber zu vertreten hat. Zu diesem Zweck hat die einführende Firma ihren Namen und die Angabe ihres Domizils unter den Einführungsprospekt zu setzen." Ferner: „Der Prospekt wird vom Vorsteheramt in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben geprüft." Hierzu bemerkt der Sachverständige Schröter: „Weil so wenig Papiere von meist lokaler Natur, Industrieaktien und dergleichen bei uns vorkommen, ist das in dieser Weise gemacht worden. Es ist also nicht schwierig, dass das Vorsteheramt der Kaufmannschaft diese Sachen genau prüft." Zu der vorerwähnten Vorschrift über die Verantwortlichkeit der Emissionshäuser über die Richtigkeit ihrer Angaben bemerkt der Sachverständige Dr. Simon, wenn dies auch wohl nicht mit rechtlicher Wirksamkeit eingeführt sei, so stehe man doch in Königsberg unter dem Eindruck, dass das eine Verpflichtung sei.

In Köln [1]) entscheidet die Handelskammer über die Zulassung von Papieren zur Notierung nach den Berliner „leitenden Gesichtspunkten", in Magdeburg [2]) thun dies die Aeltesten der Kaufmannschaft nach den gleichen Grundsätzen. In Halle vollzieht sich der Effektenhandel mit Umgehung der Börse in privaten Zusammenkünften [3]) der Bankiers, welche auch einen Kurszettel herausgeben. Ueber die an den drei letztgenannten Orten bestehenden Zustände wurden keine Sachverständigen vernommen.

---

[1]) „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes" S. 28.

[2]) Ibid. S. 30.

[3]) Ibid. S. 28.

D. Haftung der Emissionshäuser nach dem bisher geltenden Rechte.

Die Frage, ob und inwieweit ein Emissionshaus nach dem bisher in Deutschland geltenden Recht dafür haftbar gemacht werden konnte, dass das Publikum an den emittierten Papieren nachträglich grosse Vermögensverluste erlitten hat, wurde in den Verhandlungen der Enquetekommission nur gestreift, in ihrem Bericht nur flüchtig erwähnt. Die Lösung dieser Frage wird dadurch sehr erschwert, dass die rechtliche Stellung des Emittenten bald die eines Verkäufers, bald die eines Kommissionärs und bald die eines blossen Mandatars oder Vermittlers ist. Dazu kommt, wie der Bericht der Kommission sagt, „dass es sich nicht bloss um juristische oder thatsächliche Eigenschaften des Papieres handelt, deren Mangel entweder als dictum promissum oder nur als der einer stillschweigend vorausgesetzten Thatsache erscheint, sondern auch um manche Umstände juristischer oder praktischer Art, die, mehr in das Gebiet der Motive fallend, auf die Güte des Papieres Einfluss haben.“ Der Streit über die Haftung der Emissionshäuser konzentriert sich besonders auf den Inhalt des Prospektes. Auf die äusserst schwierige, rein juristische Streitfrage näher einzugehen, ist hier nicht der Ort. Es mag hier genügen, folgendes festzustellen.

I. Nach dem geltenden Recht bestand — welches auch die rechtliche Stellung des Emissionshauses sei — eine Verantwortlichkeit der Emissionshäuser gegenüber dem ersten Erwerber eines Papieres für dolus, d. h. sowohl für Vorführen unwahrer wie für Verschweigen wesentlicher wahrer Thatsachen, sowie für jede gewollte Schädigung.

Diese Haftung wird für Aktien in Art. 180a und 213b des Handelsgesetzbuches scharf umgrenzt und näher präzisiert, indem den Emissionshäusern angegeben wird, worauf sich ihre Prüfung zu erstrecken hat. Die Haftung besteht nur gegenüber der Gesellschaft, nicht dem einzelnen Aktionär gegenüber.

II. Ausserdem gibt es eine Haftung aus der Empfehlung. Das Handelsgesetzbuch enthält hierüber keine besonderen Bestimmungen. Es kommen daher die einzelnen

Landrechte und die sonstigen Vorschriften des Handelsgesetzbuches in Betracht. Es sind dabei zwei Fälle auseinanderzuhalten:

a) Beruht die Empfehlung nicht auf einem Vertragsverhältnis — als welches eine Geschäftsverbindung anzusehen ist[1] —, so erstreckt sich die Verantwortlichkeit nach gemeinem Recht nur auf dolus, nach preussischem Landrecht unter gewissen Umständen etwas weiter.

b) Ist ein Vertragsverhältnis gegeben, so besteht eine Haftung schon für Verschulden infolge von Verletzung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes. Die Frage, ob das Ausbieten mittels eines Prospektes, wie es bei den Emissionshäusern heute üblich ist, als Empfehlung in diesem Sinne aufgefasst werden kann, wird von Dr. Wiener, Senatspräsidenten des Reichsgerichtes, direkt verneint, obwohl man in einzelnen Entscheidungen auf Grund der Partikularrechte weiter gegangen ist[2].

III. Soweit ein Emissionshaus als Verkäufer in Betracht kommt, haftete es bisher für die Angaben eines von ihm unterzeichneten Prospektes dem Käufer gegenüber nicht nur hinsichtlich der Richtigkeit, sondern auch hinsichtlich der Vollständigkeit, insofern die Angaben als unrichtig gelten, wenn etwas darin verschwiegen ist, was die Richtigkeit des Mitgeteilten beeinträchtigen würde. Dieser Verantwortlichkeit, die sich also nicht nur auf dolus, sondern auch auf culpa erstreckt und nur dem Käufer gegenüber besteht, entzogen sich die Emissionshäuser durch die Art, wie der Prospekt abgefasst wird. Derselbe enthält, wie früher erwähnt, in seinem ersten Teile nur Angaben des kreditsuchenden Staates oder der Gesellschaft über ihre Verhältnisse. Die Emissionshäuser machen ausdrücklich kenntlich, dass sie diese Mitteilungen andrer nur referieren, und erklären sich in einem kürzeren zweiten Teil, den allein sie verantwortlich zeichnen, bereit, „auf Grund des vorstehenden Prospektes" Zeichnungen entgegenzunehmen.

---

[1]) Entscheidung des Reichsgerichts Bd. 27 S. 124.

[2]) Vgl. die vom Senatspräsidenten Dr. Wiener erwähnten Entscheidungen, Stenogr. Ber. S. 399.

Es ist hieraus ersichtlich, dass nach dem bisher geltenden Recht die Emissionshäuser bisher nur für gewollte Schädigung, höchstens noch für grobe Fahrlässigkeit in Deutschland haftbar gemacht werden konnten.

E. Die Ergebnisse der Sachverständigenvernehmungen für die Beurteilung der bestehenden Einrichtungen.

I. Wert und Bedeutung des Prospektzwanges.

Wenn auch nicht durch Gesetz eingeführt, so bestand doch thatsächlich an allen grösseren Börsen Deutschlands, wie wir gesehen haben, Prospektzwang, insofern der Börsenbehörde ein Prospekt einzureichen ist, wenn ein Wertpapier zum offiziellen Börsenhandel und zur amtlichen Notiz zugelassen werden soll. Die Gründe, welche gewöhnlich zu Gunsten des Prospektzwanges geltend gemacht werden, und welche die Börsenvorstände zur Einführung desselben veranlasst haben[1]), sind im Bericht der Enquetekommission[2]) wiedergegeben. Hiernach hat der Prospektzwang zunächst den Zweck, die Anonymität des einführenden Bankhauses zu beseitigen und dem Publikum den Namen desselben bekannt zu machen; dadurch ist das Emissionshaus gezwungen, jeweils seinen „Emissionskredit" aufs Spiel zu setzen; das Publikum lernt unterscheiden zwischen solchen Emissionshäusern, welche bei ihren Emissionen die Interessen der Gesamtheit und des kaufenden Publikums berücksichtigen, und solchen, welche diese Interessen vernachlässigen. Der weitere Vorteil des Prospektzwanges soll darin bestehen, dass alle Thatsachen zur Kenntnis des anlagesuchenden Publikums gebracht werden, welche für die Beurteilung des fraglichen Unternehmens oder der Verhältnisse eines kreditsuchenden Staates von Wichtigkeit sind. Endlich soll dem Publikum aus dem bestehenden Prospektzwang noch ein Vorteil dadurch erwachsen, dass eine sachverständige Börsenbehörde geprüft

---

[1]) „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes" S. 13 und 14.

[2]) Ibid. S. 46 ff.

habe, ob in dem Prospekt alle Thatsachen richtig und vollständig wiedergegeben sind, deren Kenntnis für die Beurteilung des betreffenden Wertpapieres nötig ist. „Diese Prüfung," sagt der Bericht, „soll mithin eine Gewähr dafür bieten, dass der Prospekt in der That allen berechtigten Anforderungen in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit seiner Angaben entspricht."

Prüfen wir nun die Frage, inwieweit der bisher geltende Prospektzwang unter den bestehenden Verhältnissen als geeignete Schranke gegen das Eindringen zweifelhafter Wertpapiere in weitere Kreise betrachtet werden kann, und in welchem Grade die bestehende Einrichtung dazu beizutragen vermochte, das Publikum vor Vermögensverlusten zu bewahren, so enthalten die Aussagen der Sachverständigen zur Beantwortung dieser Frage eine Fülle von Material, aus dem sich hauptsächlich folgendes ergibt:

1. Eine Reihe von Papieren waren unter den bisher bestehenden Verhältnissen dem Prospektzwang entzogen. Neben dem offiziellen Markt bestand ein „freier Verkehr" von ganz bedeutendem Umfang. Die Emission mit Einführung der Papiere in den offiziellen Handel und in die amtliche Notierung ist, wie wir gesehen haben, in das Belieben der Emissionshäuser gestellt. Der freie Verkehr bemächtigt sich der amtlich zugelassenen wie sonst aller ihm konvenierenden Wertpapiere und ist durch keinerlei Bestimmungen eingeengt, besonders nicht hinsichtlich seiner Objekte. „Wir haben die Erfahrung gemacht," sagt Schinckel[1]) von der Hamburger Börse, „dass bei weitem der grösste Teil unsolider Papiere, welche an unserer Börse gehandelt werden, diesen Weg (der Zulassung durch die Sachverständigenkommission) nicht passiert haben." An der Stuttgarter Börse wird „eine grosse Anzahl von Papieren" [2]) gehandelt, bei welchen man die amtliche Notiz auf Grund eines Prospektes überhaupt nicht beantragt hatte. In Berlin stellen zu den Geschäften des

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 1100.
[2]) v. Pflaum S. 1502/03.

freien Marktes besonders diejenigen Papiere ein grosses Kontingent, welche die amtliche Notiz überhaupt nie erlangen können, weil sie irgend einer Anforderung nicht genügen, z. B. in Bezug auf die Höhe des Grundkapitales. Um die Durchführung eines Korners, einer „Schwänze“ zu erschweren, haben nämlich einige Börsen die Bestimmung getroffen, dass Aktien nur zum offiziellen Handel zugelassen werden, wenn das Aktienkapital der Gesellschaften einen gewissen Mindestbetrag [1]) erreicht, für Berlin drei Millionen Mark, für Frankfurt a. M. eine Million, für Hamburg eine halbe Million, ebensoviel für Leipzig und Dresden bei aussersächsischen Industriepapieren.

Durch diese und ähnliche Bestimmungen wurden gerade solche Papiere dem Prospektzwang entzogen, welche desselben am ersten bedürften. Die Kurse, welche für diese Papiere festgestellt wurden, unterlagen keiner börsenbehördlichen Kontrolle, drangen aber — wenn auch nicht durch das amtliche Kursblatt — in die Oeffentlichkeit. Denn neben dem offiziellen Kursblatt erschien eine grosse Anzahl von nicht offiziellen Kursberichten, die gerade vom Publikum gelesen werden, während der offizielle Kurszettel eigentlich nur von Bank-

---

[1]) In der richtigen Bemessung des Mindestbetrages liegt eine grosse Schwierigkeit. Wird er gering angesetzt, so verfehlt die Massregel ihren Zweck; wird er zu hoch gegriffen, so hat dies wiederum andre Nachteile im Gefolge. Will man einerseits verhüten, dass Manipulationen, wie sie der Polckesche Prozess zu Tage gefördert hat, sich wiederholen, so muss man anderseits bedenken, dass es durch Festsetzung eines Mindestbetrages kleinen Unternehmern erschwert wird, die Form der Aktiengesellschaft anzunehmen. Für diese gibt es nun drei Wege: Entweder sie verzichten auf die Form der Aktiengesellschaft und treten als Gesellschaften mit beschränkter Haftung ins Leben, was an und für sich wünschenswert wäre (vgl. Winterfeldt S. 405, 407, Lexis S. 35057), oder sie suchen den festgesetzten Mindestbetrag zu erreichen und gelangen dann leicht dazu, mit zu grossem Aktienkapital ausgestattet zu werden, vielleicht auch sich mit andern kleinen Unternehmungen mit ganz andern Zwecken zu einer Gesellschaft zu vereinigen (Wiener S. 1047, Salomon S. 1118, Finck S. 1119), oder endlich sie erreichen den Mindestbetrag nicht, verzichten auf die amtliche Notiz ihrer Aktien und wählen dennoch die Form der Aktiengesellschaft, wodurch alle Nachteile des nichtbörsenmässigen Handels in Erscheinung treten.

häusern benutzt wird. „Ich glaube nicht," sagt Kaempf[1]), „dass es einen Privatmann oder wenigstens viele Privatleute gibt, die von der Existenz des offiziellen Kursberichts überhaupt eine Kenntnis haben, noch viel wenigere werden den offiziellen Kursbericht jemals zu Gesicht bekommen haben." Es gibt aber auch Aktien kleiner Gesellschaften, Schuldverschreibungen kleinerer Gemeinden etc., welche in Verkehr gebracht wurden, ohne dass später in amtlichen oder nichtamtlichen Berichten Kurse derselben veröffentlicht werden. Bei Geschäften in solchen Papieren sind die Besitzer derselben völlig auf die Redlichkeit ihrer Kommissionäre angewiesen. „Es kommt bei ganz guten Papieren vor, dass sie keinen Käufer finden, oder dass derjenige, der verkaufen will, sich unverhältnismässig grossen Verlust gefallen lassen muss, weil das Papier keinen Markt hat" [2]).

2. Die Bedeutung des Prospektes für die Unterbringung von Wertpapieren wird vielfach überschätzt. Ein grosser Teil der Zeichner bildet sich nicht auf Grund der im Prospekt zusammengestellten Thatsachen ein eigenes Urteil, ja er kennt gar nicht einmal den Inhalt des Prospektes. Leiter grosser Emissionsinstitute haben ausgesagt, es seien zu gewissen Zeiten bei Neuemissionen Zeichnungen in solchem Umfang erfolgt, dass der Vorrat vergriffen war, bevor nur der Prospekt bekannt oder dem Börsenkommissariat eingereicht war [3]). Das Publikum ist zum grossen Teil nicht daran gewöhnt, selbst nachzudenken, selbst zu prüfen, ob die Angaben des Prospektes wahr sind, obgleich ihm weder der Staat, noch die Börsenbehörde, noch das Emissionshaus die Pflicht zu prüfen abgenommen hat. Die grosse Masse der

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 778.

[2]) Dr. Simon S. 1524.

[3]) Winterfeldt S. 400: „Wir machen ja im allgemeinen die Erfahrung, dass in Zeiten, wie wir sie gehabt haben 1888 und 1889, wenn wir Aktien an die Börse brachten, ehe noch der Prospekt bekannt war, oder ehe wir ihn eingereicht hatten, wir bereits die Voranmeldungen in einem solchen Umfange hatten, dass wir uns gar nicht zu retten wussten. Also das ist wohl der deutlichste Beweis, dass die wenigsten Leute auf den Prospekt zeichnen."

Zeichner unterlässt die selbständige Prüfung und zeichnet im blinden Vertrauen auf den Ruf der Emissionsfirma[1]). Von dieser Thatsache sind die grossen Banken, welche das Anleihegeschäft und die Finanzierung grosser Unternehmungen betreiben, völlig überzeugt. Sie wissen, dass ihre Existenz gefährdet ist, wenn ihr „Emissionskredit“ verloren geht, und sie achten deshalb mit ängstlicher Sorgfalt darauf, sich denselben zu bewahren. Sie stellen genaue Untersuchungen an, bevor sie selbst in ein Geschäft eintreten. Es kann keinem Zweifel unterliegen, dass die Banken, welche Argentinier, Portugiesen, Griechen einführten, bona fide gehandelt haben. Wenn später in den Verhältnissen eines auswärtigen Staates oder eines Unternehmers eine Aenderung eintritt, oder wenn sich herausstellt, dass sich ein Emissionshaus geirrt hat, so leidet es schwer unter dem Druck der öffentlichen Meinung und bietet, was in seinen Kräften steht, auf, um durch Sanierungen, Interventionen etc. seinen Irrtum wieder gutzumachen. Winterfeldt[2]) sagt: „Ich glaube deshalb, dass dasjenige, was im allgemeinen die Emissionshäuser hier im Hinblick auf ihren Emissionskredit leisten, niemals durch gesetzliche Bestimmungen auch nur annähernd wird erreicht werden können.“

3. Die Emissionshäuser sind vielfach selbst nicht in der Lage, die im ersten Teil des Prospektes enthaltenen Angaben auf ihre Richtigkeit und Vollständigkeit zu prüfen, sondern müssen dieselben zum grossen Teil auf Treu und Glauben hinnehmen. Sie übernehmen eine Anleihe auf eigene Rechnung, auf eigene Gefahr. Bedenkzeit bleibt ihnen infolge der auf dem Geldmarkt herrschenden Konkurrenz nicht lange, besonders nicht bei Staaten, die bei Aufnahme der Anleihe als völlig solvent gelten. Die Verhandlungen zwischen dem Emissionshaus und dem kapitalsuchenden Staat vollziehen sich meist innerhalb einer sehr kurzen Zeit mittels des Telegraphen. So ist es vorgekommen, dass eine schwedische Anleihe binnen zwei

---

[1]) Vgl. hierzu besonders: Russell S. 384, Winterfeldt S. 400, Hinrichsen S. 632, Schinkel S. 1131.

[2]) Stenogr. Ber. S. 401.

Tagen fest übernommen wurde [1]). Das Risiko der Uebernahme hat zunächst das Emissionshaus, das erst einen Abnehmerkreis zu finden hofft; es wird also schon aus diesem Grunde Anlehensverträge nur mit solchen Staaten abschliessen, die es nach allem, was ihm bekannt ist, für kreditwürdig halten muss. Das Risiko der Emissionshäuser ist nicht gering; sogar bei preussischen Staatsanleihen haben die mit der Ausgabe betrauten Bankhäuser schon Verluste gehabt [2]).

Die Möglichkeit einer genauen Prüfung der von ausländischen Staaten oder Gesellschaften gemachten Angaben scheitert aber noch an anderen Schwierigkeiten. Für Aktien schreibt das Handelsgesetzbuch ganz genau vor, auf welche Vorgänge des Gründungsherganges sich die Prüfung auszudehnen hat, wem gegenüber eine Verantwortlichkeit besteht, sowie, dass sie sich nur auf wissentliche Täuschung, auf beabsichtigte Schädigung des Publikums erstreckt. Die Emissionshäuser können die vorgeschriebene Prüfung vornehmen und, wie der Sachverständige Winterfeldt (409) sagt die ihnen auferlegte Haftung getrost übernehmen.

Anders verhält es sich aber bei ausländischen Staaten [3]). Käme beispielsweise das Deutsche Reich in die Lage, im Ausland eine Anleihe aufzunehmen, und ein auswärtiges Emissionshaus würde an der Richtigkeit der von der Reichsregierung gemachten Angaben zweifeln oder eine Ergänzung derselben fordern, so würde zweifellos das Deutsche Reich auf ein derartiges Geschäft verzichten. Ebensowenig würde der russische österreichische oder italienische Finanzminister dulden, dass man die Wahrheit seiner amtlich abgegebenen Erklärungen in Frage stellt. Aber wo liegt nun die Grenze, wo das Emissionshaus Zweifel äussern darf, etwa beim serbischen, rumänischen oder argentinischen Ministerium? Sogar Argentinien erschien in dem Augenblick, wo es die Anleihen übernahm, kreditwürdig. Aber nicht einmal darin, dass ein Staat früher seine Verpflichtungen nicht erfüllt hat, liegt ein Kriterium für seine Kredit-

---

[1]) Russell S. 383 ff.

[2]) Russell S. 385.

[3]) Russel S. 378, Königs S. 1909.

würdigkeit. Wollte man so weit gehen, so blieben wohl verhältnismässig wenig Staaten übrig, deren Papiere an deutschen Börsen eingeführt werden könnten.

Man hat nun eingewandt, es gäbe auch noch andere Quellen, aus denen man sich über die Kreditwürdigkeit auswärtiger Staaten und Unternehmungen unterrichten könne, als die Angabe ihrer Ministerien. Dieser Einwand ist allerdings berechtigt. Aber die geeigneten Einrichtungen, welche rasche Information der Emissionshäuser ermöglichen, bestehen noch nicht, sondern müssen erst geschaffen werden, wie entsprechende Organisation des auswärtigen Amtes, Berufung finanzwissenschaftlich gebildeter Leute in die Vorstandschaft der Emissionshäuser und in die Zulassungsbehörde der Börse, Forderung der letzten Jahresabschlüsse statt des Sollbudgets etc.

4. Die auf Grund des Prospektes über die Zulassung eines Papieres entscheidenden Börsenorgane nehmen keine materielle Prüfung der Bonität eines Papieres vor und können dies auch nicht. Wollte die Börsenbehörde eine derartige Prüfung vornehmen, so müsste sie sich die Frage stellen: Entspricht der Emissionskurs dem wahren Wert des einzuführenden Papieres? Die Kapitalverluste, welche dem Publikum durch die Emission zweifelhafter Wertpapiere erwachsen sind, bestanden darin, dass das Publikum zu teuer gekauft hatte, dass der Emissionskurs bedeutend höher war, als er nach den später bekannt gewordenen Thatsachen hätte sein sollen. „Es gibt," sagt Frentzel [1]), die Ansicht einer grossen Anzahl von Sachverständigen zusammenfassend, „nicht an sich gute oder an sich schlechte Papiere. Es giebt im Sinne des letzteren Begriffes nur überwertete Papiere [2]). Also ist das Papier und sein Kurs untrennbar, wenn man in die Prüfung des Wertes eintreten will." Ein solches Urteil könnte aber nur für den Augenblick der Emission gelten, es könnte doch nur die in diesem Moment an der Börse herrschende

---

[1]) Sitzungsprotokolle S. 100.

[2]) So sagt Wiener S. 1032: „Es wäre kein Nachteil, wenn man die argentinischen Papiere mit ihrem ‚fiktiven' Zinsfuss zu 30 % erworben hätte. — Sehr schlimm aber ist, dass sie zu 80 % emittiert wurden und damit über ihren Wert bezahlt worden sind."

Gesamtansicht wiedergeben, und es würde am folgenden Tag schon umgestossen „durch ganz unkontrollierbare Meinungen und Stimmungen des grossen Publikums". Wie leicht übrigens dieses Urteil fehlgehen könnte, beweisen die bei auswärtigen Staatsanleihen von den Sachverständigen gemachten Beobachtungen. „Als [1]) die Amerikaner die nordamerikanische Anleihe bei uns einführten, war das eines der riskantesten Geschäfte, die es geben kann. Die Union befand sich im vollsten Bürgerkrieg, das Goldagio hatte eine ungeheure Höhe erreicht. Die Papiere wurden zu einem Kurs von 30—50 eingeführt, Das Glück ist Deutschland hold gewesen. Es sind Gewinne gemacht worden, die von einer Milliarde nicht sehr weit zurückgeblieben sind." —

„Aehnlich hat sich das Geschäft mit Aegypten gestaltet. Deutschland hat sehr viel Aegypter zu billigen Kursen aufgenommen, während sich damals Frankreich und England ablehnend verhielten. Deutschland hat die gesamten ägyptischen Papiere mit grossem Gewinn wieder abgegeben."

„In den siebziger Jahren brachte der ‚World' einen starken Angriff gegen die russischen Finanzen. England hat damals seinen ganzen Besitz in russischen Papieren verkauft. Deutschland hat diese Papiere aufgenommen; die Engländer haben gespottet, die deutschen Hausmädchen sollten sich die Zimmer damit tapezieren. Jedenfalls hat aber das deutsche Kapital an diesen Papieren ein sehr gutes Geschäft gemacht."

Umgekehrt wäre das Berliner Börsenkommissariat, wenn es eine Prüfung der Bonität der Papiere vorzunehmen gehabt hätte, beispielsweise bei der argentinischen Anleihe, wohl schwerlich zu einer Abweisung des Zulassungsantrages gelangt. Von Vertretern grosser Emissionshäuser [2]) wurde angeführt, die Konsular- und Gesandtschaftsberichte aus der Zeit der argentinischen Anleihe hätten alle die Tendenz gehabt, Argentinien sei ein reiches, wirtschaftlich rasch emporblühendes Land, man solle unserer Industrie den Absatz im Ausland erweitern durch Gründung von Banken etc.

---

[1]) Alexander S. 414. Vgl. auch Salomon S. 1109 u. A.

[2]) Russell S. 360, Schinckel S. 1110.

„Ich kann positiv mitteilen,“ sagt Russel, „dass noch in der Zeit, wo man hier ängstlich wurde über die stürmische Entwickelung in Argentinien, wo man namentlich den Kopf über die überstürzten Papiergeldemissionen zu schütteln anfing, unsere Gesandtschaft sich darüber wunderte, dass beispielsweise mein Institut, die Diskontogesellschaft — — — das Geschäft über die Erwerbung der argentinischen Provinzeisenbahn, der sogen. Westeisenbahn, ein Objekt von ungefähr 35—36 Millionen Dollars, also ungefähr 145 Millionen Mark, nicht gemacht habe. Es wurde uns das hier mitgeteilt und wir wurden — nicht zu einer verantwortlichen Erklärung, aber doch zu einer Aeusserung darüber veranlasst, weswegen wir eine so günstige Gelegenheit, für das deutsche Kapital und die deutsche Industrie in Argentinien festen Fuss zu fassen, nicht benutzt hätten.“ Wenn hier die Staatsregierung nach Anhörung des auswärtigen Amtes die Zulassung auszusprechen gehabt hätte, so wäre sie, nach Ansicht Russells, damals erfolgt [1]). Unter solchen Umständen hätten auch die Zulassungsorgane der Börse wohl schwerlich den Antrag abgelehnt, da sie, die aus den Börsenkreisen gewählten Vertreter derselben, nicht die Verpflichtung gefühlt hätten, den Interessen des kaufenden Publikums eine weitergehende Fürsorge angedeihen zu lassen als der Staat selbst.

5. Der Wert des bisher bestehenden Prospektzwanges wird auch in Frage gestellt durch die Verschiedenheit der Anforderungen, welche bisher die einzelnen Börsen an die Prospekte stellten.

Es ist unter den bisherigen Verhältnissen möglich gewesen, dass von einer Börse die Zulassung eines Effektes — vielleicht aus sehr gewichtigen Gründen — verweigert und von einer andern gewährt wurde. So wurde beispielsweise die Einführung der Aktien der Schwedisch-Norwegischen Lofotenbahn-Gesellschaft vom Berliner Börsenkommissariat versagt und erfolgte kurze Zeit darauf in Hannover [2]).

Die Aktien des Norddeutschen Lloyd wurden in Ham-

---

[1]) Russell S. 360.

[2]) Goldberger S. 646.

burg — da dieser die Bedingung, in Hamburg eine Zahlstelle zu errichten, nicht eingehen wollte — nicht zugelassen, in Berlin aber eingeführt[1]).

Da nun die Einführung von Papieren an einer Börse ihre Wirkung weit über den Kreis des Börsenplatzes hinaus erstreckt, so ist in einem einheitlichen Wirtschaftsgebiet, wie es Deutschland bildet, gleichgültig, an welcher der grossen Fondsbörsen ein Effekt die Zulassung erlangt; das was eine Börse durch Verweigerung der Zulassung verhüten will, konnte daher durch Einführung an einer andern Börse doch eintreten.

6. Der bisher bestehende Prospektzwang involviert einen Emissionszwang[2]), der gewissen Kategorien von soliden Anlagepapieren die Erlangung der amtlichen Notiz erschwert, und abgesehen vom lokalen Bankgewerbe der Börsenplätze, keinen berechtigten Interessen diente.

Diese Behauptung wurde sehr geschickt von Hecht[3]) vertreten, der etwa Folgendes ausführte: Eine Hypothekenbank, deren Pfandbriefe in Frankfurt in den Börsenhandel eingeführt sind, beabsichtigt deren Einführung auch an der Berliner Börse. Dabei stiess die Bank zunächst auf die Schwierigkeit, dass das Berliner Aeltestenkollegium sich in Verhandlungen mit auswärtigen Firmen bisher nicht einliess, sondern die Vertretung durch eine am Platze ansässige Firma verlangte. Die betreffende Hypothekenbank wendet sich nun an ein Berliner Bankhaus.

---

[1]) Hinrichsen S. 646.

[2]) Diese Seite des Prospektzwanges ist wichtiger, als die Enquetekommission angenommen hat. In ihren Untersuchungen ist diese Frage wohl deshalb nicht genügend beleuchtet worden, weil unter den vernommenen Sachverständigen nur ein Vertreter eines Bodenkreditinstitutes (Favreu, Direktor der Allgemeinen deutschen Kreditanstalt Leipzig) war, dem diese Frage nicht vorgelegt wurde und der überdies von einer Börse kam, an der Prospektzwang damals noch nicht bestand. Die übrigen Sachverständigen haben sich entweder zu dieser Frage nicht geäussert oder verteidigten, ohne neue stichhaltige Gründe anzuführen, die bestehende Praxis (siehe Stenogr. Ber. Salomon S. 1096, Gwinner S. 1943/44, Weill S. 1898, Maier S. 1551).

[3]) Dr. Hecht, „Der Prospektzwang und der Emissionszwang“ in der „Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen“ von 1892 S. 271 ff.

Dasselbe teilt ihr mit, es könne nur die Einführung einer bestimmten Serie gelegentlich einer Neuemission von Pfandbriefen bewerkstelligen. Findet eine solche statt, so ist zunächst ein Prospekt aufzustellen, der von der Hypothekenbank einerseits und der Berliner Bank andrerseits zu unterzeichnen ist; der weitere Gang der Sache ist bekannt. Für Unterzeichnung des Prospektes, Stellung des Antrags bei der Sachverständigenkommission, ferner für seine Auslagen für Kotierungskosten und Veröffentlichung des Prospektes in der Presse beansprucht selbstverständlich das Berliner Bankhaus eine angemessene Vergütung. Ist der Antrag genehmigt, so wird, nachdem sich ein „regelmässiger Handel" entwickelt hat, endlich die amtliche Notiz bewilligt, aber nur für die neu eingeführte Serie, nicht für die älteren. Also zur unvollkommenen Erreichung des einfachen Zieles (ihre Pfandbriefe im Berliner Kursblatt notiert zu sehen) wurde die in Rede stehende Hypothekenbank auf diesen kostspieligen Umweg gedrängt, der weder im Interesse des betreffenden Institutes, noch des Publikums, noch der Börse als solcher liegt.

Was zunächst die Pfandbriefinstitute betrifft[1]), so bedürfen weitaus die meisten derselben der Emissionspraxis nicht, um ihre Pfandbriefe zu placieren, sondern bedienen sich der von ihnen geschaffenen Detailorganisation, eines Netzes kleinerer und grösserer Vertriebsstellen, welche die Pfandbriefe von Tag zu Tag in kleineren und kleinsten Posten begeben. „Je weniger eine Hypothekenbank mit der börsenmässigen Emissionspraxis in Berührung kommt, desto besser sowohl für das Institut, wie für seine Schuldner."

Die bestehende Verbindung zwischen Prospekt- und Emissionszwang liegt auch nicht im Interesse der Börse. Denn ihr kommt es doch nur darauf an, dass erstens der einzureichende Prospekt die Grundlage für Orientierung über die Verhältnisse des Emittenten und seiner Papiere und für dessen moralische und rechtliche Verantwortlichkeit bilde, und zweitens, dass die amtliche Notiz nur solchen Papieren bewilligt werde, in welchen thatsächlich ein Handel besteht. Das erstere kann

[1]) Vgl. Dr. Hecht l. c. S. 274.

ohne Emissionszwang erreicht werden, das letztere ist auch durch den Emissionszwang nicht sicher gewährleistet [1]. Ausserdem ist hier in Betracht zu ziehen, dass sich gerade in Pfandbriefen, inländischen Eisenbahnobligationen und ähnlichen Anlagewerten von grösserer Sicherheit ein sehr grosser Teil des Handels nicht an der Börse, sondern zwischen dem Publikum und Bankiers, aus deren eigenen Beständen [2] oder Kommissionslagern vollzieht, und dass schon aus diesem Grunde der Beweis eines regelmässigen Handels an der Börse selbst bei derartigen Papieren nicht so streng genommen werden darf. Aber auch das Publikum hat bei Pfandbriefen und ähnlichen sicheren Anlagewerten kein Interesse an der Verbindung des Emissionszwangs mit dem Prospektzwang, an dem ersteren deswegen nicht, weil es gewohnt ist, solche Papiere bei seinem Bankier, bei den Pfandbriefinstituten oder deren Vertriebsstellen zu kaufen, ohne das mit einer Subskription verbundene Risiko (Ungewissheit des bei der Zuteilung zu erhaltenden Betrages etc.) übernehmen zu müssen. Gerade infolge dieses umfangreichen Verkehrs ist aber auch der Prospektzwang, wenigstens der Zwang zur Veröffentlichung des Prospektes bei diesen Papieren für das Publikum von geringer Bedeutung. Wer bei seinem Bankier oder einer bekannten Hypothekenbank Pfandbriefe kauft, verlangt nicht für jede Serie die Vorlage eines Prospektes. Sparkassen-, ja Mündel- und Stiftungsgelder werden durch diesen direkten Verkehr in solchen Papieren angelegt, ohne dass irgend jemand sich vorher einen Prospekt für jede einzelne Serie aufstellen liesse. Dass die Börsen in dieser Hinsicht weitergehen und die Einreichung eines Pro-

---

[1]) Denn es ist recht wohl denkbar, dass die emittierten Pfandbriefe alsbald zu dauernder Vermögensanlage in „feste Hände“ übergehen und so bald nicht wieder an der Börse erscheinen.

[2]) Die sehr oft auch wieder durch direkten Verkehr mit den Hypothekenbanken — nicht durch die Börse — ergänzt werden. Vgl. hierzu Dr. Hecht, „Die Mündel- und Stiftungsgelder in den deutschen Staaten“ S. 272: „Alle Bodenkreditinstitute haben ferner in ihren Statuten die Bestimmung, dass sie berechtigt sind, ihre Pfandbriefe zu kaufen und zu beleihen. Jedes Pfandbriefinstitut ist somit auch in erster Linie die Börse für die von ihm emittierten Pfandbriefe, denn naturgemäss finden sich bei ihm Angebot und Nachfrage zusammen.“

spektes verlangen, ist gewiss anerkennenswert, aber die kostspielige Veröffentlichung desselben erscheint, wenn es sich nur um Erlangung der amtlichen Notiz für anderswo bereits eingeführte Pfandbriefe handelt, bedeutungslos für die Wahrung der Interessen des Publikums, so sehr auch die Sachverständigen [1]) auf diese Seite der Sache Gewicht gelegt haben. Den in dem Prospektzwang zum Ausdruck kommenden Prinzipien der Oeffentlichkeit und Verantwortlichkeit wäre in diesem speziellen Falle, wo es sich um die Erlangung der Notiz für solide Anlagepapiere handelt, deren Vertrieb sich meist ohne die Börse vollzieht, auch Genüge geschehen durch Aushang des Prospektes an der Börse und spätere Aufbewahrung desselben im Archiv derselben.

Wenn nun sämtliche Beteiligten (Börse, Publikum und Pfandbriefinstitute) kein Interesse an der heute bestehenden Verbindung von Prospekt- und Emissionszwang haben, so kann es nur die Rücksicht auf das lokale Bankiergewerbe gewesen sein, welche hierzu geführt hat. Ob und inwieweit dieselbe berechtigt ist, darüber soll hier nicht entschieden werden; Thatsache ist, dass sie in dem eben geschilderten Fall zu einer Verteuerung des Bodenkredits führt und soliden Anlagepapieren, zu deren Vertrieb die Emissionspraxis nicht erforderlich ist, die Erlangung der für sie so wichtigen amtlichen Kursnotiz erschwert. Aufgabe der Reform ist es, für derartige Wertpapiere geeignete Ausnahmebestimmungen zu schaffen, um so mehr als das Publikum, besonders das minder kapitalkräftige, von der Vermögensanlage in höher verzinslichen riskanteren Wertpapieren abgehalten und auf die soliden inländischen Anlagewerte verwiesen werden soll.

Leider hat es die Enquetekommission in ihren Sachverständigenverhören unterlassen, in eine nähere Prüfung dieser gewiss sehr beachtenswerten Ausführungen Hechts einzutreten, so dass man bei den Beratungen über das Börsengesetz in dieser Frage fast aller thatsächlichen Erhebungen entbehrte.

7. Die Anforderungen, welche bisher an den

---

[1]) Vgl. Weill S. 1898, Salomon S. 1096.

Prospekt gestellt wurden, sind teilweise unzulänglich.

Der Prospekt soll möglichst viele Daten enthalten, auf Grund deren sich das kaufende Publikum ein Urteil über die Bonität der zur Einführung gelangenden Wertpapiere bilden kann. Die zur Erreichung dieses Zweckes an den Prospekt zu stellenden Anforderungen hat das Berliner Aeltestenkollegium mit anerkennenswerter Sorgfalt in den „leitenden Gesichtspunkten“ zusammengestellt. Nur in einigen Punkten macht sich die Notwendigkeit einer Ergänzung bezw. Erweiterung dieser Vorschriften geltend und zwar, wie sich aus den Aussagen der Sachverständigen, besonders der beiden Vertreter der Presse [1]), ergibt, in folgender Richtung:

a) Bei Anleihen ausländischer Staaten wurde im Prospekt die Mitteilung des letzten Budgets, also die Veranschlagung zukünftiger Einnahmen und Ausgaben, gefordert [2]). Ein wirksamerer Schutz für das kaufende Publikum wäre aber die Forderung der Abschlüsse des Staatshaushaltes für die letzten Jahre. Ein Soll-Budget kann von den ausländischen Ministerien mehr oder minder optimistisch veranschlagt sein; eine unrichtige Angabe der Jahresabschlüsse wäre aber eine direkte Fälschung, zu der sich ein ehrlich geleiteter kreditsuchender Staat wohl schwerlich entschliesst.

b) Staaten, Institute und Körperschaften, deren Verhältnisse als allgemein bekannt gelten, sind bisher von der Mitteilung ihres Budgets und ihres Schuldenstandes befreit gewesen. Da die Ansichten darüber, was „allgemein bekannt“ ist, weit auseinander gehen können, wird die Beseitigung dieser Ausnahme empfohlen.

c) Angabe der Verjährungsfristen für Kapital und Zinsen wurde bei ausländischen Staatsanleihen im Prospekt nur dann gefordert, „wenn diese aus dem Gesetz oder Privilegium, auf welchem die Berechtigung zur Ausgabe der Schuldverschreibungen beruht, hervorgehen“. Da es für den inländischen

---

[1]) Vgl. Cohnstaedt S. 1732—1734 und Christians S. 769—774.

[2]) Ueber die Unzulänglichkeit dieser Forderung vgl. auch Lotz, „Die Technik des deutschen Emissionsgeschäftes“ S. 26.

Kapitalisten schwer ist, sich über diese Angaben auf andre Weise zu informieren, wird deren Aufnahme in den Prospekt vorgeschlagen.

Die Kommission hat den hier erwähnten Missständen in ihren Beschlüssen Rechnung getragen und zu den vorstehenden noch drei weitere Reformvorschläge gefügt, die des Zusammenhanges wegen bereits hier wiedergegeben sein mögen:

a) Für ausländische Wertpapiere soll in der Regel für Zinsen, wie für Kapital eine Zahlstelle in Deutschland errichtet werden zur Erleichterung des Zahlungsverkehres und zur Begründung des Gerichtsstandes im Inlande.

b) Ausländische Wertpapiere sollen „im Interesse der Hebung der deutschen Börsen" auch auf deutsche Valuta lauten, mindestens dann, wenn sie auf verschiedene Währungen gestellt sind.

c) Die mehrfachen in den leitenden Gesichtspunkten vorkommenden Begünstigungen solcher Staaten und Institute, deren Anleihen bereits an der Börse eingeführt sind, sollen wegfallen, da in den betreffenden Verhältnissen im Laufe der Zeit wesentliche Aenderungen eintreten können.

II. Der Handel „per Erscheinen" und „Sperren".

Man versteht unter dem Handel per Erscheinen den Handel vor der Zeichnung, bezw. vor der Zuteilung der zur Zeichnung aufgelegten Wertpapiere. Was zunächst den Handel vor der Zeichnung betrifft, so waren fast sämtliche hierüber vernommenen Sachverständigen [1]) darüber einig, dass dieser Handel zu der schlimmsten Agiotage und Täuschung des Publikums benutzt werden kann. Einmal kann durch Scheingeschäfte bei dem kaufenden Publikum die Meinung erweckt werden, es finde grosse Ueberzeichnung statt; es zeichnet dann viel grössere Beträge, als es zu erhalten wünscht, und muss dieselben schliesslich doch bei der Zuteilung annehmen. „Es ist mir," sagt Kaempf [2]), „ein Fall bekannt, dass bei einem Unternehmen,

---

[1]) v. Pflaum S. 1516, Kaempf S. 795, Wiener S. 1659, Lesse S. 1336, Kussel S. 1463, Cohnstaedt S. 1730 und viele andere.

[2]) Stenogr. Ber. S. 795.

das so schlecht wie möglich gewesen ist, die Emission vergriffen war, bevor der Prospekt noch publiziert worden ist.“ Umgekehrt kann ein Emissionshaus, das sich ja stets vorbehält, den gezeichneten Betrag bei der Zuteilung beliebig zu reduzieren, bei hohen Kursen einen viel geringeren Betrag, als es ursprünglich zur Subskription aufgelegt hatte, zur Verteilung bringen und den Rest an der Börse verkaufen. „Wir haben noch in allerletzter Zeit,“ sagt Gwinner[1]), „in London bei der Transvaalanleihe diesen Fall erlebt. Da wurde vor der Zeichnung drei, vier Prozent Agio nach aller Welt telegraphiert; darauf wurde gezeichnet, es wurde auch daraufhin verkauft, und dann sind alle kontinentalen Zeichner ausgefallen, es wurde also künstlich ein Decouvert geschaffen.“

Es unterliegt keinem Zweifel, dass hierdurch die Zeichner empfindlich geschädigt sind. Sie haben berechtigten Anspruch darauf, dass der zur öffentlichen Zeichnung aufgelegte Betrag auch thatsächlich unter sie verteilt wird. Denn sie haben das mit einer Zeichnung verbundene Risiko übernommen, sie haben möglicherweise Kaution gestellt, ja sie haben sogar manchmal, um die verlangte Kaution stellen zu können, andre solide Anlagepapiere veräussern müssen.

Weniger einig als über die Schädlichkeit des Handels vor der Zeichnung waren die Sachverständigen bezüglich des Handels vor der Zuteilung. Für ihn spricht zunächst, dass er durchaus berechtigten Interessen dienen kann. „Wenn eine Anleihe herauskommt,“ sagt Kaempf[2]), „für die das Publikum grosse Neigung hat oder eine Aktienemission, dann will der vorsichtige Privatmann nicht ungemessene Summen zeichnen, um schliesslich eine kleine Summe zu bekommen. Es hat z. B. jemand 10000 Mk. anzulegen; es kommt eine Anleihe, für die die ganze Welt schwärmt, man muss annehmen, dass man 10000 Mk. nur bekommen wird, wenn man 100000 Mk. zeichnet. Da sagt sich der vorsichtige Kapitalist: ich will lieber 1% mehr bezahlen, will mich nur für 10000 Mk. engagieren und will die Stücke per Erscheinen kaufen, dann

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 1946.

[2]) Stenogr. Ber. S. 795.

brauche ich nicht auf Wochen lang mit 100 000 Mk. in Risiko zu sein."

Wie ist es aber möglich, dass jemand dem Kapitalisten, der diese Erwägungen anstellt, den Betrag von 10 000 Mk. vor der Zuteilung der Stücke schon verkaufen kann? Einerseits durch das Eingreifen von Spekulanten, die gegen einen Kursgewinn von 1—2 % das Risiko der eventuellen Zeichnungsreduktion auf sich nehmen, andrerseits aber auch durch freihändigen Verkauf per Erscheinen seitens der Emissionshäuser.

Ist nämlich die Zeichnung bereits erfolgt und entwickelt sich nun ein lebhafter Handel in der Zeit zwischen dem Tag der Subskription und dem der Repartition der Stücke zu höherem Kurs als der Zeichnungskurs, so kann auch hier, wie bei dem obigen Fall, das Emissionshaus einen grossen Teil der Zeichnungen „durchfallen" lassen und dann selbst als Verkäufer an der Börse auftreten.

„Ich will nicht sagen," bemerkt der Sachverständige Samuel[1]), „dass das bei grossen und anständigen Häusern der Fall sein wird, aber die menschliche Versuchung ist sehr nahe gerückt." Wendet man hier ein, ein derartiges Verfahren sei direkter Betrug, so weichen die betreffenden Emissionshäuser diesem Vorwurf aus, indem sie erklären, sie hätten den von ihnen an die Börse gebrachten Betrag für sich selbst gezeichnet und dann verkauft. Wie der Handel per Erscheinen gewissenlosen Emissionsfirmen Gewinn bringen kann, so kann er umgekehrt den soliden schaden, indem er das Treiben der sog. „Konzertzeichner" erleichtert. Dies sind Leute, welche von vornherein nicht die Absicht, vielleicht auch nicht die Mittel haben, die gezeichneten Stücke zu beziehen, sondern dieselben vor der Zuteilung mit Gewinn wieder an den Markt zu bringen suchen. Ein solcher Zwischengewinn geht aber auf Kosten des Emissionshauses, welches jene Stücke wieder aufnehmen muss, wenn nicht die ganze Emission mit einem Misserfolg enden soll. Gegen Manipulationen dieser Art suchen sich die Emissionshäuser zu schützen durch „Sperrung" der

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 413.

Stücke[1]). Die Bevorzugung der Zeichner, welche dauernde Kapitalanlage beabsichtigen, der sog. „serieusen Zeichner", vor den Konzertzeichnern ist an und für sich völlig berechtigt. Da es sich nun aber der Kenntnis des Publikums ganz und gar entzieht, welcher Betrag gesperrt ist, so findet auf diese Weise eine künstliche Beschränkung des Angebots statt, die eine zeitweilige künstliche Steigerung der Kurse zur Folge haben kann. Dadurch wird wiederum die Kauflust des Publikums gereizt, die dann ihren Ausdruck findet in Kursen, welche den thatsächlichen Verhältnissen nicht entsprechen. Hat nun das Emissionshaus selbst noch Vorräte abzugeben, so kann dies zu den künstlich hochgetriebenen Kursen geschehen, da neben dem Emissionshaus niemand als Verkäufer am Markte auftreten darf. Diese Seite der Sperrmassregel wird besonders bedenklich, wenn man sich die Zustände der Provinzialbörsen und die Thatsache vergegenwärtigt, dass die Aktienemission und das Gründungsgeschäft weit mehr von kleinen Bankhäusern als von den grossen Emissionshäusern betrieben wird. In den Sachverständigenvernehmungen werden die „Sperren" bald vom Standpunkt der allgemeinen Vertragsfreiheit und im Interesse der Emissionshäuser energisch verteidigt, bald wegen des hohen Agios, das sie bei Aktienemissionen ermöglichen, heftig angegriffen; in der That bedeuten sie, wie Lotz[2]) sagt, einen Machtzuwachs für die Emissionshäuser, insbesondere gegenüber der Börse, und nur auf die Emissionshäuser kommt es an, ob sie diesen Machtzuwachs missbrauchen oder nicht.

III. Ueber die Thätigkeit der Presse bei der Emission von Wertpapieren.

Bei Darlegung des Standpunktes[3]), welchen die Enquetekommission und der Bundesrat den im Börsenwesen her-

---

[1]) Das Verfahren ist unter „Technik des Emissionsgeschäftes" bereits geschildert.

[2]) „Die Technik des deutschen Emissionsgeschäftes" S. 47.

[3]) Vgl. den von mir bearbeiteten Abschnitt: „Die Beschlüsse der Enquetekommission und der Börsengesetzentwurf des Bundesrates" in Nr. 15 der „Münch. volksw. Studien" S. 19—61.

vorgetretenen Missständen und den in Betracht kommenden Reformvorschlägen gegenüber eingenommen hat, wurden diejenigen Gebiete ausser acht gelassen, zu welchen die Enquetekommission nicht in definitiven Beschlüssen, sondern lediglich in ihrem „Bericht“ Stellung genommen hat. Dahin gehört die Frage, welche Rolle der Presse nach Ansicht der Kommission im Emissionswesen zufällt. Hierauf soll hier zunächst eingegangen werden [1]). Die Hauptaufgabe der Presse ist nach der Meinung der Enquetekommission die Aufklärung des Publikums und die Wahrung seiner Interessen. Die Presse soll, nicht nur einmal, sondern immer wieder und wieder das Publikum, besonders das weniger kapitalkräftige, darauf hinweisen, dass vor allem auf unbedingte Sicherheit der Vermögensanlage Wert zu legen ist, und sie soll davor warnen, die Ersparnisse in zwar höher verzinslichen, oder hohen Kursgewinn versprechenden, aber weniger sicheren Wertpapieren anzulegen. Dass mit jeder Erhöhung der Rente sehr wahrscheinlich eine Erhöhung des Risikos verbunden ist, kann dem Publikum nicht oft genug vor Augen geführt werden. Sobald ein Antrag auf Zulassung eines neuen Wertpapieres zum Handel gestellt wird, soll die Presse alsbald die Gelegenheit wahrnehmen, die beabsichtigte Emission „vom Standpunkt der allgemeinen Interessen“ zu beleuchten; sie soll die ihr über die Kreditverhältnisse und die gesamte Lage auswärtiger Staaten und Unternehmungen bekannten Thatsachen, sowie die Angaben des Prospektes objektiv besprechen; sie soll sich bei dieser Thätigkeit ihre Aeusserungen zu Gunsten oder zum Nachteil gewisser Unternehmungen so wenig bezahlen lassen, wie ihr Schweigen über diese Dinge. Dabei wird von der Presse nicht das Unmögliche verlangt, künftige unerwartete Ereignisse vorauszusehen, sondern sie genügt ihrer Pflicht, „wenn sie die auswärtigen Anleihen wie die gewerblichen Unternehmungen nach Lage der zur Zeit der Besprechung vorliegenden Verhältnisse sachgemäss und unparteiisch bespricht“. Neben dieser allgemeinen Aufgabe weist der Kom-

---

[1]) Vgl. hierzu „Bericht der Enquetekommission“ S. 15, 23/24, 47, 54, 55, 56, 58, 65.

missionsbericht die Presse noch bei einzelnen Punkten auf ihre speziellen Pflichten hin. Sie soll dazu beitragen, dass das Publikum zwischen guten und zweifelhaften Emissionshäusern unterscheiden lernt, ebenso wie zwischen den von ihnen in Verkehr gebrachten Wertpapieren. Dadurch sollen die Emissionshäuser gezwungen werden, aus Rücksicht auf ihren Emissionskredit sorgfältiger und vorsichtiger zu Werke zu gehen und nicht die Interessen des Publikums durch Einführung zweifelhafter Werte zu gefährden. In den Fällen, wo die Uebernahmebedingungen, besonders der Uebernahmepreis an der Börse und somit auch der Presse bekannt ist, soll sie, wenn der Gewinn des Emissionshauses „die für solche Geschäfte gemeinübliche Entschädigung“ erheblich übersteigt, das Publikum auf diese Beobachtung hinweisen. Bei Konvertierungen auswärtiger Anleihen soll die Presse ihr Urteil abgeben über die Geschäftsthätigkeit solcher Banken, welche grosse Anleihen mit hohem Zinsfuss an den Markt bringen und diese kurze Zeit darauf konvertieren, ohne dass die Konversion in der Lage des Geldmarktes oder den Verhältnissen des Schuldners begründet ist. Endlich soll die Presse das Verbot des Handels per Erscheinen dadurch unterstützen und wirksam machen, dass sie sich aller Nachrichten über diesen Handel und die dabei ermittelten Kurse enthält.

Von diesem von der Kommission erhofften Idealzustande ist die Wirklichkeit, wie sie uns in den Sachverständigenvernehmungen entgegentritt, weit entfernt. Die Ergebnisse derselben sind mannigfacher Art.

1. Das erste, was aus den Aussagen der Börsenleute wie der vernommenen Pressvertreter hervorgeht, ist, dass in den Beziehungen zwischen manchen Emissionshäusern und einem Teile der Presse eine geradezu erschreckende Korruption herrscht. Wenn auch die Fälle, wie sie der Polckesche Prozess ans Tageslicht gebracht hat[1]), zu den Seltenheiten ge-

---

[1]) Polcke hat beispielsweise in einem Jahre Mk. 130 000 für „Annoncen“ bezahlt. „Es muss,“ bemerkt hierzu Oberregierungsrat Gamp, „eine grosse Zahl von dummen Leuten hineingefallen sein, um ihn in die Lage zu setzen, diese Annoncen bezahlen zu können.“ Stenogr. Ber. S. 271.

hören, so gibt es doch noch einzelne Zeitungen, „von denen es öffentliches Geheimnis ist, dass sie direkt abhängig sind von einzelnen Banken oder Bankkonsortien“ [1]). Diese Verquickung von Bankgeschäft und Journalistik wird zwar von einem andern Pressvertreter [2]), der im übrigen die auf diesem Gebiet herrschenden Missstände mit anerkennenswertem Freimut aufgedeckt hat [3]), bestritten; aber wenn auch diese Frage offen bleibt, so sind die sonstigen zur Sprache gekommenen verwerflichen Beziehungen zwischen gewissen Emissionshäusern und Zeitungen für die Beteiligten noch gravierend genug. Zunächst ist die Objektivität vieler Blätter schon beeinträchtigt durch ihr Bestreben, grosse und gutbezahlte Annoncen von den Bankhäusern zu erhalten. „Es ist oft gar nicht zu sagen,“ sagt Russell [4]), „welchen Bestürmungen durch Agenten wir regelmässig zur Zeit vor öffentlichen Emissionen irgend welcher Art ausgesetzt werden.“ — — „Selbst bei der Emission von Reichs- und Staatsanleihen wird man mit Telegrammen, Briefen und persönlichen Besuchen aus Kreisen der Presse belästigt. Das habe ich leider schon mehr wie einmal selbst erlebt“ [5]). Die Zeitungen „bitten“ um den Prospekt, und die Emissionshäuser sehen sich gezwungen, ihnen denselben zum Abdruck zu geben [6]). Bei abschlägigem Bescheid müssten sie bald erfahren, dass bei der Emission von Wertpapieren die Presse ein Machtfaktor ist, den man nicht ungestraft ausser Rechnung lassen darf. Eine abgewiesene Zeitung braucht nur am folgenden Tag einen der Emission ungünstigen Artikel zu veröffentlichen, und sie hat sich gründlich gerächt. Die Emissionshäuser ziehen es daher vor, sich derartigen, nicht im Augenblick widerlegbaren abfälligen Kritiken nicht aus-

---

[1]) Dr. Müller S. 1863.

[2]) Wiener, Redakteur des „Berliner Tageblattes“. Stenogr. Ber. S. 1868.

[3]) Dasselbe gilt auch von Cohnstaedt, Redakteur der „Frankfurter Zeitung“, Dr. Müller, Redakteur der „Neuen Preuss. Zeitung“, Christians, Redakteur des „Deutschen Oekonomist“ und Dr. Basch, Redakteur der „Nationalzeitung“.

[4]) Stenogr. Ber. S. 578.

[5]) Reichsbankpräsident Dr. Koch. Stenogr. Ber. S. 1552.

[6]) Maier S. 1552, Russell S. 578 u. a.

zusetzen, und wenden den Zeitungen in weiterem Umfange, als es für ihre Zwecke nötig ist, Inserate zu. Es schlagen glücklicherweise nicht alle Zeitungen diesen Weg ein, dafür sind andre den Banken gegenüber um so dreister; sie drucken ohne jeden Auftrag den Prospekt ab und senden ihre Rechnung ein[1]). Die Emissionshäuser suchen zwar diesem Unwesen nach Kräften zu steuern, müssen sich aber in vielen Fällen zur Zahlung des Betrages entschliessen. In Oesterreich geht dieses Verfahren sogar so weit, dass die Banken sich gezwungen sehen, in ihren Bekanntmachungen zu bemerken, Nachdruck oder nicht ausdrücklich aufgetragene Insertion werde nicht bezahlt[2]). Nicht minder verwerflich als ein derartiger „Geschäftsbetrieb" bei gewissen Zeitungen ist die in gewissen Bankierkreisen beliebte Bestechung der Presse. Die vernommenen Redakteure brachten aus ihren persönlichen Erfahrungen eine Reihe von Fällen vor, wo sie direkte Bestechungsversuche von der einfachsten bis zur raffiniertesten Art zurückzuweisen hatten. Die üblichste Form[3]) ist die, dass dem betreffenden Redakteur ein gewisser Geldbetrag (bald in Hunderten, bald in Tausenden von Mark) bestehend, überschickt oder gutgeschrieben wird, wobei das Bankhaus ihm gleichzeitig mitteilt, es habe sich gestattet, einen gewissen Betrag der emittierten Papiere für ihn zu zeichnen, und habe sich veranlasst gesehen, die Stücke zu verkaufen und den Erlös ihm zur Verfügung zu stellen. Eine andre Form ist, dass das Bankhaus der Zeitungsredaktion seinen Dank für ihr „Wohlwollen" ausspricht, ihr ein Couvert mit ausländischem Geld übermittelt und hierzu bemerkt, die betreffende ausländische Regierung oder Gesellschaft gestatte sich ebenfalls ihren Dank auszudrücken[4]). Diese Unsitte scheint nach den Aussagen der Pressvertreter bedenkliche Verbreitung angenommen zu haben. „Es kam kaum eine grössere Emission vor," erzählt Dr. Müller[5]), „ohne dass nicht der eine oder

---

[1]) Winterfeldt S. 582.

[2]) Winterfeldt S. 582.

[3]) Keyssner S. 581, Dr. Müller S. 1864, Wiener S. 1867.

[4]) Dr. Müller S. 1866, Wiener S. 1867.

[5]) Stenogr. Ber. S. 1864.

andre von meinen Kollegen zu mir gekommen wäre und mir gesagt hätte: ,Haben Sie schon die Beteiligung an der und der Emission?' oder: ,In diesen Tagen gibt die und die Bank ihre Halbjahrsgratifikationen an die Presse aus. Sie stehen doch auch auf der Liste?'"

Bei der portugiesischen Tabakmonopolsanleihe soll das Konsortium der Berliner Emissionsstelle 100 000 Mk. zur baren Verteilung an die Berliner Presse (nicht etwa zu Inseraten) bewilligt haben [1]). Dass Redakteure, die von einer oder gar einigen Banken zugleich jährlich Gratifikationen von mehreren tausend Mark beziehen, von diesen Instituten und ihrem Geschäftsgebaren nur mit der Devotion eines Angestellten schreiben, ist klar; von einer objektiven Kritik, die rücksichtslos, niemand zulieb und niemand zuleid, ihr Urteil fällt, kann hier keine Rede mehr sein. „Wenn ein Emissionshaus derartige Geldzuwendungen als Honorare für schriftstellerische Leistungen bezeichnen will, so ist es kaum der Mühe wert," sagt Cohn [2]), „ihm die Gegenfrage entgegenzuhalten, ob das Emissionsinstitut seine Schriftstellerhonorare für diese ,wissenschaftlichen Arbeiten' zu zahlen fortfährt, wenn die wissenschaftliche Methode des honorierten Gelehrten dahin gelangt, die emittierten Papiere ungünstig zu beurteilen." Diese Arbeitsleistung zu honorieren, ist nicht der Bankier berufen, sondern der Verleger der Zeitung. Aber gerade in diesem Punkt, in der Frage der Besoldung der Redakteure, weist ein sehr grosser Teil der Zeitungen bedenkliche Mängel auf [3]). Wie auf so vielen andern Gebieten, der Politik, der Kunstkritik u. s. w., so zeigt es sich auch im Börsenwesen mit gebieterischer Notwendigkeit, dass die Stellung eines Redakteurs einen wirtschaftlich unabhängigen Mann erfordert, wenn nicht der Korruption Thür und Thor geöffnet sein soll.

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 1864.

[2]) „Beiträge zur deutschen Börsenreform" S. 53.

[3]) „Wenn ich bedenke," sagt Dr. Müller, wie so mancher von meinen Kollegen mit Mk. 75 monatlich angestellt ist und dafür den ganzen Tag zu arbeiten und keinen Nebenverdienst hat, so kann ich mir erklären, wie er der Versuchung nicht hat widerstehen können" (Stenogr. Ber. S. 1865).

2. Gegenüber den oben erwähnten bedauerlichen Erscheinungen muss darauf hingewiesen werden, dass es gerade in Deutschland eine Reihe von Blättern gibt, die ihre schwierige Aufgabe richtig erfassen und sich nach Kräften bemühen, derselben gerecht zu werden: Zeitungen, die vor allem von Leuten redigiert werden, welche der Bestechung völlig unzugänglich sind; den besten Beweis liefert die Offenherzigkeit, mit welcher die von der Kommission vernommenen Redakteure ihre Erfahrungen in Bezug auf Bestechungsversuche vorgetragen haben, und die Unzweideutigkeit, mit welcher derartige Versuche zurückgewiesen wurden. Der Erfolg ist diesen Blättern nicht versagt geblieben; wohl konnten sie nicht hindern, dass zweifelhafte Werte in weite Bevölkerungskreise eindrangen, aber sie mögen dazu beigetragen haben, dass mancher Käufer hinsichtlich der Höhe des zu erwerbenden Betrages vorsichtiger war; sie haben ferner versucht, die weitere Verbreitung gewisser minderwertiger Papiere zu erschweren. Der Vertreter der Frankfurter Zeitung wies beispielsweise darauf hin, dass sein Blatt dazu beigetragen habe[1]), dass deutsche Banken infolge der Berichte über die argentinische Misswirtschaft sich von weiteren argentinischen Anleihen fernhielten, während Frankreich und Belgien noch solche aufnahmen, dass Cedulas und ähnliche Papiere nur in beschränktem Masse in Deutschland Eingang fanden, und endlich, dass die sachliche und eingehende Kritik, welche die Frankfurter Zeitung bei Einführung neuer Aktien bot, auch beim Publikum und den Emissionshäusern eine eingehendere Prüfung bewirkten. Um so anerkennenswerter ist eine solche Wirksamkeit der Presse, wenn die Beschaffung des Materials, auf Grund dessen die Börsenjournalisten sich ein Urteil bilden können, mit solchen Schwierigkeiten verknüpft ist, wie wir sie von den Pressvertretern erwähnt finden. Die Emissionshäuser haben nämlich nur insoweit ein Interesse daran, die Zeitungen mit Informationen zu versehen, als diese geeignet sind, für die beabsichtigte Emission „Stimmung" zu machen und nur so

---

[1]) Vgl. Ludwig Cohnstaedt, „Die Vorschläge der Börsenenquetekommission" S. 15.

lange, bis die Papiere „placiert" sind. Ist dies geschehen, so hören häufig alle Mitteilungen der Banken über ein neugegründetes Unternehmen auf, und die Presse mag dann sehen, wo sie ihre Informationen hernimmt. Soll irgend eine Finanzoperation vorgenommen, eine Emission ausgeführt, Aktien abgestossen werden etc., so werden die Zeitungen mit Mitteilungen überschüttet, sie „wissen nicht, wie sie diese Ueberfülle von Material bewältigen sollen" [1]). „Der allerschädlichste Teil dieser übermässig vielen Nachrichten erscheint gerade in dem Moment der Ausführung von Emissionsgeschäften, da wird alles, was man in dem Prospekt nicht sagen will, nebenher in redaktionellen Notizen veröffentlicht" [2]). Die Zeitungen erhalten alle möglichen Nachrichten, Angaben, Monatsausweise etc., so lange dies die Zwecke der betreffenden Bankhäuser fördern kann. „Ist diese Zeit um, so", sagt Wiener [3]), „können wir uns mit Anfragen die Finger wund schreiben, dann ist keine Information zu haben."

Noch schwieriger wird die Information für die Presse bei einer Reihe kleinerer Aktiengesellschaften. „Es gibt," sagt Christians [4]), „eine ganze Menge von Aktiengesellschaften, deren Papiere ja nicht immer an der Börse sind, die überhaupt keine Bilanzen publizieren, auch im „Reichsanzeiger" nicht, trotzdem es vorgeschrieben ist. Es gibt sogar hier in Berlin Baugesellschaften, die grossartige Spekulationen machen, von denen absolut keine Bilanz zu erhalten ist." Die Fälle schlimmster Art sind diejenigen, in welchen der Presse — statt der Vorenthaltung jeder Mitteilung — geradezu die Unwahrheit gesagt wird [5]). „Nach meinen persönlichen Erfahrungen," sagt Wiener, „hat gerade dieses Unwesen eine so schlimme Gestalt angenommen, dass ich, weil ich es unter meiner Würde halte, mich von einer Bankfirma anlügen zu lassen, nur in Ausnahmefällen noch selbst Erkundigungen einziehe und mit dieser Aufgabe vielmehr andre betraue."

---

[1]) Wiener S. 1869.
[2]) Christians S. 1873.
[3]) Wiener S. 1869.
[4]) Stenogr. Ber. S. 1872.
[5]) Vgl. die von Wiener erwähnten Beispiele S. 1869.

Unter so schwierigen Verhältnissen den Schwindel schon in seinen Anfängen richtig zu erkennen, dem Publikum rechtzeitig, ehe es zu spät ist, ein Mahner und Berater zu sein, ist eine Aufgabe, der nur Männer gewachsen sind, die mit grosser Sachkunde und Unerschrockenheit absolute wirtschaftliche Unabhängigkeit verbinden.

Erfreulicherweise finden sich — wie wir gesehen haben — in der deutschen Presse solche Leute; Aufgabe der Reform wäre es daher in erster Linie gewesen, einerseits diesen die Erfüllung ihrer Pflicht zu erleichtern und anderseits dem Treiben von Leuten, deren Grundsätze nicht lauter sind, im Interesse der Gesamtheit mit den geeigneten Massregeln entgegenzutreten.

IV. Das Einspruchsrecht des Staates bei Einführung von Wertpapieren.

Entsprechend der verschiedenartigen allgemeinen Stellung, welche die einzelnen Landesregierungen den Börsen gegenüber eingenommen haben, ist auch die Einwirkung, welche sie auf die einzelnen Gebiete des Börsenwesens übten, verschieden; auch bei Betrachtung des Emissionswesens macht sich dies bemerkbar.

Eine Mitwirkung staatlicher Behörden oder Organe bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel fand bisher nirgends in Deutschland statt. Auch die Grundsätze, welche für die Zulassung massgebend waren, wurden allenthalben ohne Zuthun des Staates aufgestellt und gehandhabt. Das grösste Mass staatlicher Einwirkung auf das Emissionsgeschäft bestand in Preussen, insofern hier dem Handelsministerium das Recht zustand, unter Berücksichtigung politischer Verhältnisse gegen die Einführung eines Papieres Einspruch zu erheben. Es wurde bisher in Preussen in zwei Fällen seitens der Regierung gegen bestimmte Papiere vorgegangen. Einmal verhinderte Bismarck, als preussischer Handelsminister, die Einführung bulgarischer Papiere an der Berliner Börse, in einem zweiten Falle verbot er, als deutscher Reichskanzler, der Reichsbank die Lombardierung russischer Papiere. In beiden Fällen waren es poli-

tische Rücksichten, welche die Regierung zum Eingreifen bestimmten, nicht wirtschaftliche Momente, denn beide Staaten stehen heute noch vollkommen solvent da.

Nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen ist das in Preussen der Regierung zustehende Einspruchsrecht gegen die Einführung von Wertpapieren praktisch völlig bedeutungslos, da der Staat, wie das Emissionshaus es für richtiger halten, sich vor der Uebernahme einer auswärtigen Anleihe zu verständigen.

Ist es der Staatsregierung aus politischen Rücksichten nicht erwünscht, dass eine bestimmte Staatsanleihe an die deutschen Börsen gebracht wird, so genügt eine einfache Mitteilung an die betreffenden Grossbanken, um diese von dem beabsichtigten Geschäft abzuhalten [1]). Die Regierung hat aber noch das weitere Mittel, in irgend einem ihr nahestehenden Blatt, einen der Emission ungünstigen Artikel erscheinen zu lassen, und sie erreicht den gleichen Zweck. „Niemand wird zu einer Emission schreiten," sagt Russell, „wenn er befürchten muss, dass am folgenden Tag ein öffentliches Communiqué in der „Norddeutschen allgemeinen Zeitung" oder einem andern Blatt steht, wobei darauf hingewiesen wird, dass eigentlich diese Anleihe sich zum Erwerb durch das deutsche Publikum nicht eigne." Eine solche Veröffentlichung hätte die weitere Folge, dass die Prüfungskommission der Börse den Antrag auf Zulassung zum Börsenhandel ablehnen würde.

Nach dem, was in der Enquete mitgeteilt wurde und was sich mit den amtlichen Erfahrungen Frentzels, als Präsidenten des Aeltestenkollegiums der Berliner Kaufmannschaft, deckt, ist bisher in Berlin keine ausländische Anleihe an den Markt gekommen, ohne dass die Regierung Gelegenheit gehabt hätte, zu intervenieren, wenn sie gewollt hätte. „Ich weiss," sagt Frentzel, „dass sie hie und da interveniert hat, stets mit dem unmittelbarsten Erfolg" [2]). Führt man zu Gunsten des staatlichen Einspruchsrechtes weiter an, die Emission einer auswärtigen Anleihe könne zusammenfallen mit derjenigen einer

---

[1]) Russell S. 362, Siemens S. 1905 u. a.

[2]) Sitzungsprotokolle S. 102.

inländischen Staatsanleihe, die Deckung des heimischen Staatsbedarfes sei dadurch gefährdet, so erwidern die Vertreter grosser Banken hierauf, es werde kein Emissionshaus riskieren, mit einer auswärtigen Staatsanleihe an den Markt zu kommen, wenn es befürchten muss, mit einer inländischen Anleihe in Konkurrenz zu geraten, da es in diesem Fall auf sicheren Erfolg der Subskription nicht rechnen könne [1]).

Thatsächlich ist in den Untersuchungen der Börsenenquete kein Fall zur Sprache gekommen, wo sich die Notwendigkeit des bisher in Preussen bestehenden staatlichen Einspruchsrechtes gegen die Einführung von Wertpapieren vom wirtschaftlichen Standpunkte erwiesen hätte.

---

[1]) Russell S. 363.

IV.

Kommissionsgeschäft[1]).

Das ausserhalb des Kreises berufsmässiger Börsenleute stehende Publikum nimmt am börsenmässigen Effektenhandel nicht durch direkten Verkehr an der Börse teil, sondern bedient sich hierzu seiner Bankiers, der Kommissionäre. Diese Zwischeninstanz wird auch da, wo der Zutritt zur Börse völlig frei ist und Privatleute den Maklern direkt Aufträge erteilen könnten, nur sehr selten umgangen. Denn der Privatmann kennt nicht die Verhältnisse des Marktes und die hier verkehrenden Personen, und — was die Hauptsache ist — er selbst ist den berufsmässigen Börsenhändlern hinsichtlich seiner Kreditwürdigkeit etc. nicht derart genügend bekannt, dass sie ohne weiteres Geschäfte mit ihm abschliessen würden. Daher bedient sich der Privatmann trotz des formell freien Zutritts

---

[1]) Vgl. hierzu:

Grünhut, „Das Recht des Kommissionshandels" (Wien 1879);

Lepa, „Die Lehre vom Selbsteintritte des Kommissionärs" (Stuttgart 1883);

Eschenbach, „Das Kommissionsgeschäft mit Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs" (Goldschmidtsche Zeitschrift für das ges. Handelsrecht Bd. 41);

Endemann, „Systematische Darstellung der Geschäftsbedingungen von 21 Bankfirmen" (Anlagen zum Bericht der Enquetekommission);

Endemann, „Das moderne Kommissionsgeschäft im Effektenverkehr" (Berlin 1895);

Max Weber, „Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete. II" (Goldschmidtsche Zeitschrift für das ges. Handelsrecht Bd. 44 S. 29 ff.).

zu den Börsenversammlungen zum An- oder Verkauf von Wertpapieren, sei es gegen bar oder auf Zeit, thatsächlich doch immer der Bankiers.

Die Bankiers befassen sich nicht etwa ausschliesslich mit dem Effektenkommissionsgeschäft, sie sind nicht zu vergleichen mit dem broker der Londoner Stock Exchange, sondern sie betreiben stets neben dem Kommissionsgeschäft noch für eigene Rechnung ein Bankgeschäft von grösserem oder geringerem Umfang und beschäftigen sich mit den verschiedenartigen Geschäftszweigen, die in Deutschland unter den weitgehenden Begriff des Bankgewerbes fallen. Dieser Mangel an Arbeitsteilung, diese Verbindung von Propre- und Kommissionshandel liegt in der historischen Entwickelung des deutschen Bankwesens begründet und hat neben mancherlei Vorzügen auch bedeutende Nachteile im Gefolge gehabt; dahin gehört vor allem, dass es dadurch der Gesetzgebung bisher erschwert, ja fast unmöglich gemacht war, ausreichende Bestimmungen für das moderne Effektenkommissionsgeschäft und die geeigneten Normen für die rechtliche Stellung des Effektenkommissionärs aufzustellen.

I. Die rechtliche Stellung des deutschen Bankiers zu seinen Kunden nach dem bisher geltenden Rechte.

Das Handelsgesetzbuch hat der Gestaltung des deutschen Bankgewerbes und den Anschauungen des Handelsstandes Rechnung getragen, indem es dem Kommissionär das Selbsteintrittsrecht einräumte. Die hier in Betracht kommenden, bisher geltenden handelsgesetzlichen Bestimmungen sind kurz folgende:

Der Kommissionär hat das Recht, das einzukaufende oder zu veräussernde Kommissionsgut, welches einen Börsen- oder Marktpreis hat, als Verkäufer zu liefern oder als Käufer zu behalten, wenn nicht der Kommittent ein andres bestimmt hat; der selbsteintretende Kommissionär hat den zur Zeit der Ausführung bestehenden Börsenpreis einzuhalten; er kann wählen,

ob er seinen Auftrag durch ein Geschäft mit einem dritten oder als Selbstkontrahent ausführen will, und braucht seine Wahl nicht sofort bei der Ausführungsanzeige zu erklären; anderseits kann er von seinem Kommittenten als Käufer oder Verkäufer in Anspruch genommen werden, wenn er nicht zugleich mit der Ausführungsanzeige einen dritten als Käufer oder Verkäufer namhaft macht. Auch der selbsteintretende Kommissionär hat Anspruch auf die gewöhnliche Provision und auf Erstattung der sonst regelmässig vorkommenden Unkosten. —

An dem Kommissionsgut steht dem Kommissionär, sofern er dasselbe noch in seinem Gewahrsam hat oder sonst noch in der Lage ist, darüber zu verfügen, ein gesetzliches Pfandrecht zu, und zwar wegen aller aus dem Kommissionsverhältnis für den Kommittenten entstandenen Verbindlichkeiten, sowie wegen aller Forderungen aus laufender Rechnung in Kommissionsgeschäften. Dieses Pfandrecht entsteht ohne weitere Vereinbarung, einerlei, ob der Kommittent Kaufmann ist oder nicht. Zur Realisierung seines Pfandrechtes hat der Kommissionär, wenn der Kommittent mit Erfüllung seiner Verpflichtungen in Verzug gerät, ein Verkaufsrecht, zu dessen Ausübung es keiner Klage bedarf; es genügt vielmehr, dass der Kommissionär beim zuständigen Gericht unter Vorlegung der nötigen Bescheinigungsmittel die Verkaufsbewilligung nachsucht, worauf der Verkauf auf Gefahr des Kommittenten verordnet wird. Zur Umgehung dieses Weges lassen sich die Bankiers in den Geschäftsbedingungen von ihren Kunden gewöhnlich das Recht einräumen, sich „ohne gerichtliche Intervention“ befriedigen zu dürfen. Ueber die Rechtsgültigkeit einer derartigen Abmachung einem Nichtkaufmann gegenüber entscheidet das bürgerliche Recht; eine solche Abmachung wäre, da Art. 311 des Handelsgesetzbuches nur unter Kaufleuten gilt, nach preussischem Landrecht gültig, im linksrheinischen Rechtsgebiet nicht.

Weit verwickelter als beim blossen Kommissionsgeschäft war nach dem bisher geltenden Rechte die rechtliche Stellung des Bankiers gegenüber seinem Kunden, wenn es sich nicht nur um den An- und Verkauf, sondern auch um die Ver-

wahrung und Verwaltung von Wertpapieren handelte, für welche der Kunde den Kaufpreis ganz oder teilweise entrichtet hatte. Die Erörterung dieser das Depotwesen betreffenden Fragen wurde von der Börsenenquetekommission mit Rücksicht auf die gleichzeitig tagende Depotkommission in den Sachverständigenverhören zwar thunlichst gemieden, wäre hier aber wegen ihres engen Zusammenhanges mit unserer Materie sehr wünschenswert gewesen und hätte — durch die Vernehmung so vieler Interessenten und Sachverständigen — gewiss wertvolle Anhaltspunkte für ein geeignetes Depotgesetz ergeben können. —

Die bisherige Rechtslage, soweit sie für unsre Zwecke in Betracht kommt, ist kurz folgende [1]). Es gibt drei Arten von Depotgeschäften:

1. der eigentliche Verwahrungsvertrag;
2. die Hingabe als Pfand;
3. das Depotgeschäft in Verbindung mit der Einkaufs- oder Verkaufskommission.

In den beiden ersten Fällen bleibt der Kommittent zweifellos Eigentümer der hingegebenen Papiere, wenn nicht ein depositum irregulare vorliegt. Das letztere musste aber nach den Geschäftsbedingungen und den — manchmal recht unklaren — sonstigen Abmachungen zwischen dem Bankier und den Kunden sehr oft angenommen werden.

Der Kunde verliert in diesem Falle das Eigentum der deponierten oder verpfändeten Papiere und hat nur Anspruch auf Rückerstattung einer entsprechenden Menge derselben Gattung von Effekten, ja manchmal nur — je nach der Vereinbarung — auf Erstattung des Wertes, welchen die Effekten zur Zeit der Uebergabe besassen.

Die dritte Art des Depotverhältnisses ist das Depotgeschäft in Verbindung mit der Einkaufs- oder Verkaufskommission. Der Kommissionär wird bei der Einkaufskommission, da er das Geschäft zwar für Rechnung seines Auftraggebers, aber im eigenen Namen abschliesst, zunächst selbst Eigentümer der

---

[1]) Vgl. hierzu besonders den Entwurf des Gesetzes, betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere.

gekauften Papiere. Die Uebertragung des Eigentums auf den Kunden kann sich durch Aushändigung der Papiere oder durch ein sog. constitutum possessorium vollziehen; die Erfordernisse eines solchen bestimmen sich nach dem bürgerlichen Rechte. Die Uebermittelung eines Nummernverzeichnisses würde hierzu unbedingt genügen. Wohl hatte der Kommittent bisher schon Anspruch auf die Eigentumsübertragung und Nummernaufgabe, aber er konnte seinen Anspruch nur auf dem Weg der Klage durchsetzen, was wegen der Langwierigkeit dieses Weges für den Kommittenten bedeutende Nachteile im Gefolge hatte; er konnte beispielsweise bei eintretendem Konkurse des Kommissionärs ein Aussonderungsrecht an den für seine Rechnung beschafften Papieren nur geltend machen, nachdem er durch Vollziehung des constitutum Eigentümer geworden war, und hatte, so lange die Besitzübertragung nicht erfolgt war, nur den Anspruch eines nicht bevorrechteten Konkursgläubigers.

Diesem und ähnlichen Missständen, wie sie auf Grund des bestehenden Rechtes sich herausgebildet haben und im Entwurfe zum Depotgesetz, sowie in den Sachverständigenvernehmungen der Börsenenquete eingehender geschildert sind, sucht das am 5. Juli 1896 zu stande gekommene Gesetz, betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere, zu begegnen.

Auf dieses Gesetz soll, da es sich vorläufig um Betrachtung der bestehenden bisherigen Zustände handelt, erst an späterer Stelle eingegangen werden.

Die eben skizzierte Rechtslage wurde nun in der Wirklichkeit verschoben, und zwar ganz bedeutend zu Ungunsten der Kommittenten. Diejenigen gesetzlichen Vorschriften, welche einigermassen geeignet sind, das Publikum gegen unsolides Geschäftsgebaren von Bankiers zu schützen, sind bisher meist durch freie Vereinbarung der Parteien illusorisch gemacht worden. An Stelle der ihm unbequemen und beengenden gesetzlichen Bestimmungen setzte der Bankier seine „Geschäftsbedingungen“, die dann als lex contractus die ein für allemal feststehende rechtliche Basis für den gesamten geschäftlichen Verkehr zwischen dem Bankier und seinen Kunden bilden. Beim Beginn der Geschäftsverbindung legt der Bankier dem Kunden

die „Geschäftsbedingungen“ vor und lässt sie von ihm anerkennen [1]).

Die Punkte, worüber die Geschäftsbedingungen Bestimmungen enthalten, sind gewöhnlich folgende: Selbsteintrittsrecht des Bankiers, Vereinbarungen über Einschuss, Nachschuss und Lösung von Engagements, Rechte und Pflichten des Bankiers hinsichtlich der Depots und endlich das Pfandrecht und seine Realisierung. Ausserdem ist fast allgemein die Bestimmung getroffen, dass, sofern nichts andres bestimmt ist, für den Geschäftsverkehr die Usancen derjenigen Börse, an welcher die Aufträge ausgeführt werden sollen, massgebend sind.

Die Geschäftsbedingungen bedeuten, wie wir sehen, die autonome Regelung aller wichtigen Fragen des Effektenkommissionsgeschäftes, hinter welcher die Gesetzgebung völlig zurücktritt. Daraus erklärt sich auch der Widerspruch zwischen der gesetzlichen Regelung und der thatsächlichen Gestaltung dieses Geschäftsverkehres.

II. Die thatsächliche Gestaltung des Effektenkommissionsgeschäftes.

Infolge der in Deutschland nun einmal üblichen Vermischung von Eigen- und Kommissionshandel hat sich die Gesetzgebung genötigt gesehen, dem bereits bestehenden Zustande ihre Sanktion zu erteilen und dem Kommissionär das Selbsteintrittsrecht zu verleihen, welches die Grundlage für das heutige Effektenkommissionsgeschäft bildet. Beabsichtigt irgend jemand einen bestimmten Betrag eines Wertpapieres zu kaufen oder zu verkaufen und er wendet sich zu diesem Behufe an einen Bankier, so tritt ihm stets dieser selbst als Verkäufer oder Käufer gegen-

[1]) Die Anerkennung erfolgt meist durch Unterzeichnung, wird aber nach Handelsrecht auch schon dann als erfolgt gelten können, wenn der Kunde, nachdem ihm die Bedingungen mitgeteilt sind, in Geschäftsverbindung mit dem Bankier tritt, ohne Einwände gegen dieselben zu erheben. Siehe Endemann l. c. S. 7 und G. Cohn in Endemanns Handbuch des Handelsrechts Bd. III S. 888 Ziff. 5.

über. Der Bankier erscheint also in den Augen seiner Kunden fast nie als eigentlicher Kommissionär, sondern stets als ein für eigene Rechnung übernehmender oder liefernder Börsenhändler; thatsächlich aber bleibt er, auch wenn er seinen Kunden gegenüber als Selbstkontrahent auftritt, der mit allen Rechten und Pflichten des Handelsgesetzbuches ausgestattete Kommissionär. Für dieses Verhältnis enthalten die Geschäftsbedingungen meist eine allgemeine Vereinbarung. Dieselbe geht aber nicht etwa dahin, dass der Bankier stets als Eigenhändler anzusehen sei, sondern nur dahin, dass er stets als Selbstkontrahent zu betrachten sei, falls die Ausführungsanzeige nichts Gegenteiliges mitteile. Die Folge einer derartigen Vertragsbestimmung für den Kommittenten ist, dass er sich seines Rechtes, statt des Selbsteintrittes des Kommissionärs „ein andres zu bestimmen“, ein für allemal begibt. Aber wenn der Kommittent dieses Rechtes auch nicht (durch die Anerkennung der Geschäftsbedingungen) verlustig geworden wäre, so fiele es ihm doch nie ein, von demselben Gebrauch zu machen; im Gegenteil, er will bei allen Börsenaufträgen nur seinen Bankier sich als Gegenkontrahent gegenüber sehen. Der Privatmann, der Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen wünscht, will nur mit seinem ihm vertrauenswert erscheinenden Bankier zu thun haben, er will gar nicht an einen Dritten verwiesen werden [1]). Seine — dem Stand der Kurse nach ausführbaren — Aufträge finden dadurch, dass sein Bankier stets bereit ist, ihm als Käufer oder Verkäufer gegenüberzutreten, eine schnelle und prompte Erledigung, welche von augenblicklichen zufälligen Marktverhältnissen unabhängig ist [2]), ihm zugleich die Prüfung der Kreditwürdigkeit eines ihm völlig unbekannten Dritten erspart und für ihn endlich das Studium von Börsenusancen, der Technik des Effektenhandels, der Bestimmungen über Lieferbarkeit von Stücken und einer Menge dem Laien fernliegender

---

[1]) Vgl. hierzu Russell S. 589, Winterfeldt S. 601, Arnhold S. 347, Samuel S. 605 u. a.

[2]) Die Notwendigkeit des Selbsteintritts in dieser Hinsicht wird ganz besonders von Bankiers der Provinzialbörsen betont, weil hier der Kreis der Käufer und Verkäufer an sich schon kleiner ist als an den Hauptbörsen. Vgl. Wolde S. 346 ff., Finck S. 1316.

Dinge überflüssig macht. Leiter grosser Kommissionsfirmen haben ausgesagt: wenn die Einrichtung, dass Bankiers ihren Auftraggebern gegenüber stets als Selbstkontrahenten gegenübertreten, nicht bereits bestünde, so würde sie vom Publikum geradezu erzwungen. Aber nicht nur für den Kommittenten, sondern auch für den Kommissionär bietet der Selbsteintritt unleugbare Vorteile. Der Bankier bedingt sich seinem Kunden gegenüber ein für allemal das Selbsteintrittsrecht aus, um sich diesem gegenüber eine rechtlich gesichertere Stellung zu verschaffen. Er entzieht sich vor allem der Pflicht des Nachweises, ob und unter welchen Bedingungen er einen bestimmten Auftrag durch Abschluss mit einem dritten zur Ausführung gebracht habe. Dieser Nachweis könnte ihm einem chikanösen Auftraggeber gegenüber sehr schwer fallen; für das mit dem Dritten abgeschlossene Geschäft müsste der Kommissionär ausserdem die Delkrederehaftung übernehmen, deren Umfang nur wenig von der eigenen Haftung des Käufers und Verkäufers verschieden ist. Solchen (im Bericht der Enquetekommission eingehend dargelegten) Schwierigkeiten weicht der stets selbsteintretende Kommissionär aus. In kaufmännischen Kreisen ist man sich dieses Motives recht wohl bewusst; das beweist schon neben den vielen Sachverständigenaussagen die Thatsache, dass sämtliche [1]) der Enquetekommission vorgelegten Geschäftsbedingungen die erwähnte Bestimmung über den Selbsteintritt enthalten. Der Selbsteintritt der Bankiers ist also in weitaus der Mehrzahl der Fälle nur die juristische — die Rechenschaftsablegung vereinfachende — Form, welche die thatsächliche Ausführung der Aufträge durch Abschluss mit Dritten deckt; nach Ansicht Russells [2]) ist dies bei vielleicht 95 % aller Geschäfte der Fall. Als Eigenhändler kann der Bankier nur in sehr seltenen Fällen auftreten, einmal wenn es sich um einige Anlagepapiere handelt, von welcher die Bankhäuser einen bestimmten Vorrat in ihren Tresors halten, und

---

[1]) Mit Ausnahme derjenigen einer einzigen Firma, deren Bedingungen jedoch nur für ihren Geschäftsverkehr mit Berliner Bankhäusern bestimmt sind. Siehe Endemann l. c.

[2]) Stenogr. Ber. S. 596.

dann bei denjenigen Papieren, welche von ihnen selbst emittiert sind und später noch „patronisiert“ werden[1]; wollte der Bankier den Eigenhandel über diesen Rahmen hinaus ausdehnen, so würde er sich, wenn sein Geschäft nur einigermassen umfangreich ist, in so ungeheure Engagements verwickeln, dass seine Stellung auch schon bei der kleinsten Krise unhaltbar wäre. Solide Kommissionshäuser schliessen daher fast stets ein entsprechendes Deckungsgeschäft ab[2]. Ausser der gesicherteren rechtlichen Stellung bietet der Selbsteintritt dem Kommissionär aber auch noch technische Vorteile, so die Möglichkeit, Aufträge im Wege der Kompensation[3] auszuführen. Vereinigen sich z. B. in der Hand eines Bankiers Kauf- und Verkaufsaufträge in Höhe einer Million, so braucht der Kommissionär für die zu verkaufenden Papiere nicht erst an der Börse Abnehmer und für die zu kaufenden Abgeber zu suchen, sondern er entledigt sich seiner Aufgabe einfacher, indem er die in seiner Hand vereinigten Kauf- und Verkaufsordres zum Börsenpreis gegeneinander abrechnet. Brächte er die Aufträge an die Börse, so hätte dies nur den einen Erfolg, dass dann noch die — in diesem Fall überflüssige — Thätigkeit der Makler in Anspruch genommen werden müsste, ohne dass in den meisten Fällen das Interesse der Auftraggeber besser gewahrt wäre als bei der Kompensation der Ordres durch den Kommissionär. Der solide Bankier muss vielfach auch den Selbsteintritt benutzen, um gegen seine Kunden in der Preisberechnung gleichmässig und gerecht verfahren zu können. Beim Termingeschäft ist es bei der Schnelligkeit, mit der sich die Kursschwankungen und der gesamte Börsenverkehr vollziehen, dem Bankier, der gleichzeitig eine grössere Anzahl von Aufträgen während der Börsenzeit erhält, gar nicht möglich, diese Aufträge alle gleichzeitig auszuführen; es ist ganz unvermeidlich, dass deren Ausführung zu verschiedenen Kursen erfolgt. Aus diesen vielleicht sehr verschiedenen Kursen ermittelt der reelle Bankier einen Durchschnittskurs und bringt

---

[1]) Vgl. besonders Winterfeldt S. 600.

[2]) Russell S. 596, Kaempf S. 915.

[3]) Vgl. Kopetzky S. 322.

diesen seinen Auftraggebern in Anrechnung, um nicht den einen günstiger zu behandeln als den andern — ein Verfahren, das ohne Selbsteintritt ganz unmöglich wäre [1]).

Trotz manches neuen zu Gunsten des Selbsteintrittsrechtes geltend gemachten Gesichtspunktes ist es den von der Enquetekommission vernommenen Sachverständigen doch nicht gelungen, die seit Einführung des deutschen Handelsgesetzbuches in der Fachlitteratur gegen das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs erhobenen Bedenken zu beseitigen. Der Gesetzgeber glaubte den Kommittenten genügend geschützt, wenn dem Kommissionär nur „zum Börsenpreis" der Selbsteintritt gestattet sei; diese Annahme hat sich in Wirklichkeit nur in beschränktem Umfang als richtig erwiesen. Zunächst entsteht die Frage, was ist im einzelnen konkreten Fall als Börsenpreis anzusehen? Wenn — wie auf dem Berliner Kassamarkt — alle Aufträge in Schwebe bleiben bis zur Ermittelung des Kurses und zu diesem — dem Einheitskurs — die ausführbaren Ordres dann als definitiv ausgeführt gelten, entsteht diese Schwierigkeit nicht; der Kurs, den der selbsteintretende Kommissionär in Anrechnung zu bringen hat, ist eben der „Einheitskurs". Wenn dagegen, wie es an vielen Börsen der Fall ist, die Geschäfte zunächst thatsächlich abgeschlossen werden und erst auf Grund der bei diesen Abschlüssen zu stande gekommenen Kurse der amtliche Kurs ermittelt wird, so kann der selbsteintretende Bankier schon in die Lage kommen, seinen Kunden einen Kurs, den Börsenpreis, in Anrechnung bringen zu müssen, welcher differiert mit demjenigen, zu welchem er selbst mit einem Dritten das Geschäft abgeschlossen hat. Noch grösser wird die Schwierigkeit, wenn nicht nur zu verschiedenen Kursen „abgeschlossen" wird, sondern wenn auch verschiedene Kurse für die einzelnen Phasen der Kursbewegung, wenn also mehrere „Börsenpreise" festgestellt und veröffentlicht werden, wie dies beispielsweise für den Terminhandel allgemein der Fall ist. Wie hat sich hier die Praxis gestaltet [2])? Zunächst besteht die

---

[1]) Vgl. Winterfeldt S. 601.

[2]) Vgl. hierzu Kopetzky S. 331, Winterfeldt S. 603, Kaempf S. 912, Schwartz S. 2035, Weill S. 2050 u. a.

Usance, dass alle brieflichen oder telegraphischen Aufträge, die vor Beginn der Börse einlaufen und „bestens" auszuführen sind, zum ersten Kurse ausgeführt werden müssen, der für den Berliner Terminmarkt nach Art des „Einheitskurses" ermittelt wird. Limitierte Ordres werden, sobald das Limit erreicht ist, während der Börsenzeit einlaufende unlimitierte Aufträge sofort bei Empfang ausgeführt. Die Ausführung der Aufträge wird von den solideren und grösseren Kommissionshäusern den Auftraggebern fast stets telegraphisch angezeigt, wodurch der Augenblick der Meldung der Ausführung festgestellt ist. Die in den Kursblättern gegebenen Kursmeldungen enthalten aber nicht die Angabe der einzelnen Zeitpunkte, für welche die verschiedenen gemeldeten Kurse galten, und geben ausserdem nicht alle thatsächlich zu stande gekommenen Kurse, sondern nur die höchsten und niedrigsten derselben an. Infolgedessen besteht für die Auftraggeber nicht die Möglichkeit der Kontrolle darüber, ob der ihnen gemeldete Kurs mit dem zur Zeit der Ausführung thatsächlich gültig gewesenen übereinstimmt.

Provinzialbankiers greifen hier ihren Börsenkommissionären gegenüber zu einem sehr einfachen Mittel [1]), zur Teilung ihrer Ordres (wiederum ein Beweis dafür, dass mancherlei Missstände des Börsenwesens für den Sachkundigen nicht oder nur in geringem Grade vorhanden sind). Sind beispielsweise 45 000 Mk. eines Wertpapieres zu kaufen, so gibt der Provinzialbankier vielleicht drei Berliner Bankiers den Auftrag zum Kauf von je 15 000 Mk. und wird, wenn ihm einer einen ungünstigeren Kurs berechnen wollte als der andre, diesen sofort auf diese Thatsache hinweisen, er sucht sich also durch den Druck der Konkurrenz vor Schaden zu bewahren.

Im übrigen besteht keine ausreichende Kontrolle in der oben erwähnten Richtung; es fehlt vollends jede Möglichkeit derselben, wenn, wie es manchmal bei kleineren Bankiers und fast allgemein bei kleineren Aufträgen geschieht, die Anzeige der Ausführung erst nach Schluss der Börse brieflich erfolgt. Die Gelegenheit, „auf dem Rücken des Kommittenten zu speku-

---

[1]) Russell S. 598, Kaempf S. 912.

lieren“ und einen „Schnitt“ zu machen, ist dann in ihrer ganzen Vollkommenheit gegeben. Die Frage des „Kursschnittes“ und die Massregeln zur Beseitigung desselben haben im Vergleich zu wichtigeren Punkten der Börsenreform in den Untersuchungen der Enquetekommission und dem Bericht einen auffallend grossen Umfang genommen, so dass wir uns hier kurz fassen können. Angenommen, ein Bankier habe von einem seiner Kunden den Auftrag erhalten, 15000 Mk. eines Effektes à 125 zu kaufen. Der Kurs sei an diesem Tage 125, falle dann auf 124,50 und sei schliesslich 124; der Bankier fasse den Entschluss, zum ersten Kurse von seinem Selbsteintrittsrecht Gebrauch zu machen, und teile die Ausführung des Auftrags zu diesem Kurse seinem Kunden telegraphisch mit, trete also diesem gegenüber zum Kurse von 125 als Verkäufer auf; zum Schlusskurs führe der Bankier ein Deckungsgeschäft aus, trete also einem Dritten gegenüber zum Kurse von 124 als Käufer auf und habe somit eine Kursdifferenz von 1 % gewonnen. „Ein solcher Kursschnitt,“ sagt der Sachverständige Kopetzky [1]), „verstösst weder gegen das Gesetz, noch gegen die gute Sitte, noch gegen das Interesse des Kommittenten.“ Der Kommissionär ist in der That zu dem zur Zeit der Ausführung bestehenden Börsenpreis eingetreten und trägt nun das Risiko dieses Geschäftes, da er noch nicht weiss, ob statt des — ihm gewinnbringenden — Kursrückganges eine — ihm verlustbringende — Kurssteigerung erfolgen wird. Hier liegt also kein eigentlicher Kursschnitt vor, sondern ein Kursgewinn, wie ihn jeder „Tagesspekulant“ machen kann, ohne Kommissionär zu sein. Wäre dagegen beispielsweise ein Auftrag, 15000 Mk. „bestens“ zu verkaufen, während der Börsenzeit an den Bankier gelangt und zwar zu der Zeit, als der Kurs bereits im Rückgang begriffen war, so wäre folgender Fall möglich: der Bankier führt seinen Auftrag durch thatsächlichen Abschluss mit einem Dritten à 124,75 aus — hat also keinerlei Risiko mehr —, wartet aber mit der Ausführungsanzeige noch einige Minuten zu, bis der Kurs weiter zurückgeht, und meldet dann zum Kurse von 124,25 seinem Kunden die Ausführung durch Selbsteintritt. In diesem Fall hätte der Bankier auf Kosten

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 337.

seines Kommittenten einen „Schnitt“ von ½ % gemacht; noch grösser ist natürlich dieser Schnitt, wenn der Bankier seinem Kunden die Ausführung überhaupt nicht während der Börsenzeit meldet, sondern erst nach Schluss derselben — zum Kurse von 124. Ein derartiges Geschäftsgebaren fällt unter den Begriff der Untreue und ist nach Ansicht sämtlicher vernommener Börsenleute verwerflich; man hatte es aber seitens der Börsenvorstände bisher unterlassen, Einrichtungen zu schaffen, welche dem Kommittenten eine genauere Kontrolle über das Verhalten seines Kommissionärs ermöglichen und welche geeignet sind, diesen unreellen Betrieb des Kommissionsgeschäftes zu beschränken. Mag man die Kapitalverluste, welche das Publikum alljährlich durch „Kursschnitt“ erleidet, mit Graf Arnim auf viele Millionen schätzen oder mag man sie mit Lexis als die kleinen faux frais betrachten, die jeder Spekulant alsbald durch grossen Kursgewinn auszugleichen hoffe —, in jedem Falle beweist das eben geschilderte Gebaren, dass der Stand der Börsenkommissionäre Elemente enthält, welche sich nicht scheuen, das Vertrauen des Publikums zu ihrem Vorteil zu missbrauchen.

In noch höherem Grade zeigt sich dies in den Fällen, wo der Selbsteintritt des Bankiers zu einem Börsenpreis erfolgt, der nicht das Ergebnis der Marktverhältnisse, sondern der von dem Bankier selbst ins Werk gesetzten Manipulationen ist. Bei Wertpapieren, welche im Betrag von vielen Millionen von den grossen Banken in Verkehr gebracht wurden, ist in dieser Hinsicht eine Schädigung der Kommittenten gar nicht oder nur in geringem Masse zu befürchten; obwohl die Emissionshäuser die Kursgestaltung der von ihnen emittierten Papiere einige Zeit überwachen und durch geeignete Kauf- und Verkaufsgeschäfte auf einem gewissen Niveau zu halten suchen, sind doch solche Papiere schon wegen der Höhe ihres Gesamtbetrages unreeller Kursbeeinflussung fast gänzlich entzogen. Dagegen ist der Geschäftsbetrieb mancher kleinerer Bankhäuser um so bedenklicher. Polcke hat beispielsweise durch kleine an der Börse abgeschlossene Geschäfte die Kurse der Façonschmiedeaktien beliebig dirigiert und diese Kurse dann den mit seinen Kommittenten für eigene Rechnung abgeschlossenen Geschäften

zu Grunde gelegt; ein solches Treiben ist um so leichter, da es ja gerade die Vertrauensstellung des Bankiers mit sich bringt, dass er die Spekulationslust seiner Klientel auf bestimmte Papiere hinlenken kann. Hier kommen auch die Fälle in Betracht, wo der Bankier seinen Kunden durch seine Ratschläge veranlasst, Spekulationsgeschäfte à la baisse oder à la hausse mit ihm einzugehen, und sich gleichzeitig — ohne ein Deckungsgeschäft abzuschliessen — in die entgegengesetzte Position stellt. Der Kunde, der hiervon keine Kenntnis hat, folgt dann den Ratschlägen des Bankiers, seines Gegenspekulanten, hinsichtlich der Eingehung, Fortsetzung und Abwickelung des Geschäftes und wählt hierfür die ungünstigsten Zeitpunkte, so dass für ihn Vermögensverluste unausbleiblich sind.

Aber nicht etwa das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs ist es, worauf die eben geschilderten Missstände in dem Verhältnis zwischen Bankier und Kunden zurückzuführen sind — denn ohne Selbsteintritt könnten die unreellen Elemente im Stande der Börsenkommissionäre durch Uebergang zum Eigenhandel oder Vorschieben von Strohmännern [1]) dieselben und wohl noch schlimmere Manipulationen vornehmen —, sondern in erster Linie ist es die Beschaffenheit der Personen. Im Geschäftsverkehr des soliden Bankiers mit seinen Kunden sind unter den bestehenden Einrichtungen, wie auch der Bericht der Kommission anerkennt, beide Teile zufrieden; die zu Tage getretenen Missstände haben sich nur bei einem Verkehr gezeigt, dessen Züge ihn ohehin schon zu einem verwerflichen stempeln: auf der einen Seite ein leichtgläubiges, gewinnsüchtiges, urteilsloses Publikum, auf der andern Seite ein durchaus sachkundiger, aber gewissenloser Bankier; für das Verhältnis dieser beiden Parteien wären die besten Gesetze und Einrichtungen der Welt so gut wie wirkungslos. Dazu kommt als zweite Ursache, auf welche die Missstände in dem Verhältnisse zwischen Kommissionär und Kommittenten zurückzuführen sind, die Ver-

---

[1]) Auf die Frage, ob auch angesehene Firmen zu diesem Mittel greifen würden, wenn ihnen der Selbsteintritt verboten wäre, erwidert der Leiter eines Bankhauses ersten Ranges: „Wir würden es ganz unbedingt thun müssen. Sie würden uns dazu zwingen, wenn Sie ein derartiges Gesetz machen.“ Kaempf S. 919.

mischung von Propre- und Kommissionshandel; sie bedeutet die Verbindung von zweierlei, was prinzipiell unvereinbar erscheint: der Betrieb von Geschäften für eigene Rechnung und gleichzeitig das Handeln im Auftrag und für Rechnung dritter; dass daraus Interessenkollisionen entstehen können, unterliegt keinem Zweifel. Auf der eigenartigen Verbindung von Kommissions- und Proprehandel im deutschen Bankgewerbe beruhen aber auch alle weiteren Verwirrungen in dem Verhältnis zwischen Bankier und Kunden. Der heutige Börsenkommissionär, der Bankier, erfüllt nämlich seinem Auftraggeber gegenüber nicht nur die Funktion des Kommissionärs, sondern auch die des Kreditgebers, sowie des Verwahrers und Verwalters von Wertpapieren. Erhält der Bankier von einem Kunden den Auftrag zur Ausführung eines Börsengeschäftes, so fordert er, wenn ihm dieser nicht hinsichtlich seiner Zahlungsfähigkeit durchaus bekannt ist, eine gewisse „Deckung“ für das zu übernehmende Risiko, da ja der Bankier als Kommissionär dem dritten Kontrahenten allein für die Erfüllung (Art. 360, Abs. 2 des Handelsgesetzbuches) haftet, also seinerseits, wenn sein Kommittent zahlungsunfähig wird, den Verlust selbst zu tragen hätte. Bei Kaufaufträgen, bei Kassa- sowohl wie bei Zeitgeschäften, verlangt der Bankier von seinen Kunden den sog. „Einschuss“, der in Geld oder Wertpapieren (in diesem Falle auch „Depot“ oder „Unterpfand“ genannt) geleistet werden kann; im ersteren Fall bedeutet der Einschuss eine Anzahlung auf den Kaufpreis der zu erwerbenden Papiere, im letzteren Fall hat der Bankier an den hinterlegten Wertpapieren ein Pfandrecht (von dem später zu reden ist). Ausserdem hat der Bankier an den gekauften Papieren selbst ein gesetzliches Pfand- und Retentionsrecht bis zur völligen Zahlung des Kaufpreises. Beim Verkaufsgeschäft per Kasse ist eine derartige „Deckung“ des Bankiers nicht erforderlich, da er hier selbst kein Risiko zu übernehmen hat; anders dagegen beim Termingeschäft; denn hier erteilt der Kunde den Auftrag, Papiere zu verkaufen, die er noch nicht besitzt, die er aber zu einem späteren Zeitpunkt billiger einzukaufen hofft. Da diese Hoffnung auch fehlschlagen kann, muss der Bankier hier, um selbst gesichert zu sein, Einschuss fordern. Steigt nun — wider Erwarten

des Kunden — der Kurs der per Kassa oder per Ultimo verkauften oder fällt der Kurs der auf Zeit gekauften Wertpapiere, so verringert sich die ursprüngliche Sicherheit des Bankiers; er sieht sich daher gezwungen, der Kursbewegung entsprechende „Nachschüsse“ zu fordern, um den Status quo ante seiner eigenen Sicherheit wieder herzustellen. Wird der Nachschuss nicht in der vom Bankier geforderten Höhe geleistet, so wird das „Engagement gelöst“, es erfolgt „Zwangsregulierung“, d. h. bei einem Kaufauftrag per Kassa veräussert der Bankier die im Auftrage seines Kunden angeschafften Papiere einfach im Wege des Pfandverkaufs, bei Termingeschäften (Kauf- und Verkaufsgeschäfte) wird ein entsprechendes Gegengeschäft per Ultimo abgeschlossen. Die Differenz zwischen dem ursprünglichen — dem ersten Geschäfte zu Grunde liegenden — Vertragspreis und dem beim Pfandverkauf oder Gegengeschäft erzielten Preise hat der Kommittent zu tragen. Das Recht der Zwangsregulierung behält sich der Bankier auch dann vor, wenn der Kunde nicht rechtzeitig vor dem Ultimo seine Dispositionen über Prolongation bezw. Abwickelung des eingegangenen Zeitgeschäftes trifft. In der Praxis kommt dieser Fall meist nur dann vor, wenn der Kunde seine Spekulation fehlschlagen sieht und nicht mehr in der Lage ist, das eingegangene Geschäft weiter aufrecht zu erhalten. Die eben in Kürze geschilderte Technik des Einschuss- und Nachschusssystems und der damit verbundenen Zwangsregulierung beruht auf rein privater Vereinbarung [1]). In den Geschäftsbedingungen der Bankiers ist allenthalben eine Klausel enthalten, die etwa folgenden Inhalt hat: „Für laufende Engagements dürfen wir jederzeit Unterpfand bezw. Erhöhung des bereits gestellten verlangen, und falls unsrer Aufforderung nicht Folge geleistet wird, die sofortige Lösung der Engagements für Rechnung unsrer Kommittenten vornehmen.“ Diese Form ist — von wenigen Ausnahmen abgesehen — geradezu typisch. Das Charakteristische daran ist, dass hier Rechte und Pflichten des Bankiers

---

[1]) Eine gesetzliche Pflicht des Kunden zur Nachschussleistung und ein Recht des Bankiers zur Lösung des Engagements bei Nichtzahlung besteht nicht. Vgl. Endemann l. c. S. 31, G. Cohn (Endemanns Handbuch III S. 977), Bolze, „Praxis des Reichsgerichts“ Bd. 9 S. 412.

— nach dem Rechte des Stärkeren — völlig einseitig bestimmt werden: Zunächst ist es in weitaus der Mehrzahl der Fälle (in 16 von 21 der Kommission vorliegenden Geschäftsbedingungen) völlig in das Belieben der Bankiers gestellt, wann sie Nachschuss fordern wollen, d. h. um wie viel Prozent sich der Kurs zum Nachteil des Kommittenten verändert haben muss, bis der Bankier berechtigt ist, Nachschuss zu fordern. Der Bankier kann dies nach den Geschäftsbedingungen jederzeit ohne Angabe eines Grundes, ja selbst bei einer dem Kommittenten günstigen Kursbewegung fordern. Das zweite, was an den Geschäftsbedingungen auffällt, ist, dass dem Kommittenten meist keine oder eine nur ungenügende Frist zur Leistung des Nachschusses gewährt wird [1]). Ist in den Geschäftsbedingungen ein Einschuss von bestimmter Höhe besonders vereinbart, so ist dieser Einschuss vom Kommittenten stets, auch ohne Aufforderung, in der vereinbarten Höhe zu erhalten, widrigenfalls teilweiser Verkauf bezw. Lösung der Engagements erfolgt. Am meisten sind die Rechte des Kommittenten eingeengt zu Gunsten derjenigen des Bankiers in folgender, den Geschäftsbedingungen einer Bankierfirma entnommenen Bestimmung: „Für laufende Engagements, sei es aus Kassa- oder Zeitgeschäften, dürfen wir jederzeit uns genügend erscheinendes Unterpfand bezw. Erhöhung desselben nach unsrer Wahl durch eingeschriebenen Brief oder mündlich verlangen. Unsre Kommittenten sind verpflichtet, spätestens eine Stunde vor Beginn der nächsten auf die Absendung an die angegebene Adresse oder auf die mündliche Erklärung der Aufforderung folgenden Börse dem gestellten Verlangen nachzukommen. Andernfalls steht uns das Recht zu, an dieser Börse die schwebenden Engagements

---

[1]) In 9 von den 21 der Kommission vorliegenden Fällen wird überhaupt keine Frist gestellt, sondern „sofortige“ oder „unverzügliche“ Zahlung gefordert. Eine Firma verlangt Nachschussleistung in der „von ihr gestellten Frist“, vier weitere fordern dieselbe „bis zum Beginne der nächsten Börse“, und eine „bis zum Beginn der am nächsten Werktag nach Abgang der Aufforderung stattfindenden Börse“; nur drei Firmen geben zwei Tage, eine Firma drei und eine vier Tage Frist. (Siehe „Systematische Darstellung der Geschäftsbedingungen von 21 Bankfirmen“ S. 6.)

nach unsrer Wahl ganz oder teilweise durch bestmöglichen Abschluss mit dritten oder durch Selbstübernahme zum Börsenkurs zu lösen." Im Geschäftsverkehr mit dem Bankhaus, das diese „Geschäftsbedingung" aufstellt, ist es also sehr wohl denkbar, dass das Bankhaus die Zwangsregulierung vornimmt, bevor sein Kunde die Aufforderung zum Nachschuss überhaupt erhalten hat.

Dem Sachverständigen Kopetzky[1]) sind in seiner Eigenschaft als Handelsrichter thatsächlich Fälle vorgekommen, wo der Kommittent sich verpflichtet hatte, auf erste Anforderung des Kommissionärs sofort das „Depot" zu verstärken, widrigenfalls dieser zur Lösung des Engagements berechtigt sein sollte. „Ich habe mich," bemerkt hierzu der Sachverständige, „in solchen Fällen immer gewundert, dass es Leute gibt, die entweder, ohne sie zu lesen, oder, obschon sie sie gelesen haben, derartige Bedingungen acceptieren."

Aus diesem und vielen ähnlichen Zeugnissen der Geschäftsleute ergibt sich wiederum, dass das Publikum manchmal zu leichtsinnig, manchmal zu wenig urteilsfähig ist, um sich die Tragweite solcher „Geschäftsbedingungen" klar zu machen, besonders in Spekulationsperioden; „da," sagt Kaempf[2]), „unterschreibt das Publikum alles, denn es will spekulieren, spekulieren um jeden Preis." Aber wenn wir auch von Bestimmungen, welche sich durch ganz besondere Härte auszeichnen, absehen, so finden wir, dass auch die allgemein üblichen Geschäftsbedingungen über Einschuss, Nachschuss und „Zwangsregulierung" den Bankiers geradezu an Willkür grenzende Rechte gegen ihre Kunden einräumen; wenn Vereinbarungen von dem oben als typisch geschilderten Inhalt die rechtliche Grundlage für den Geschäftsverkehr bilden, hängt es daher lediglich von der Qualität des Bankiers ab, ob dieser Geschäftsverkehr sich zu einem verwerflichen oder soliden gestaltet; es kommt also bei solchem Inhalt der Geschäftsbedingungen lediglich darauf an, wie sie gehandhabt werden[3]).

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 289.

[2]) Stenogr. Ber. S. 910.

[3]) Vgl. Kopetzky S. 284, Benary S. 290 u. a.

Die Vertragsbestimmung, dass der Bankier Nachschuss fordern und im Falle der Nichtzahlung alsbaldige „Zwangsregulierung“ vornehmen darf, dient dem reellen Bankier als letztes Hilfsmittel, um bei grossen Kursschwankungen einem zahlungsunfähigen Kommittenten gegenüber seine eigene Stellung zu sichern; dem unreellen Bankier dagegen dient dieselbe — vielleicht wörtlich gleichlautende — Bestimmung als geeignete Handhabe, um seinen Kommittenten „aus dem Engagement zu werfen“. Der reelle Bankier lässt, auch wenn in den Geschäftsbedingungen „sofortige“ oder „unverzügliche“ Nachschussleistung verlangt ist, im einzelnen Falle seinem Kunden hierzu thatsächlich eine — wenn auch kurz bemessene — Frist, ebenso wie dies beim Lombardverkehr der Reichsbank geschieht; der unreelle Bankier, der zu spekulativen Kassageschäften mit kleinem Einschuss verleitet, kann den Moment nicht erwarten, wo er die Zwangsrealisation vornehmen darf, besonders bei Papieren, deren Kurs er beeinflussen kann; sobald der Einschuss durch eine vom Bankier selbst herbeigeführte Kursveränderung absorbiert ist, wird Nachschuss gefordert, und bei Nichtzahlung die „Lösung des Engagements“ vorgenommen. Ebenso hat im Terminhandel, wo die Kurse zwar der Einwirkung des Einzelnen mehr entzogen sind, der unreelle Bankier manchmal geradezu ein Interesse daran, die Zwangsregulierung in dem für seinen Kommittenten ungünstigsten Moment vorzunehmen, nämlich in dem Falle, wo er selbst kein Deckungsgeschäft mit einem Dritten abgeschlossen hat, somit selbst in entgegengesetzter Richtung spekuliert, wie sein Kommittent; alles, was dieser an Ein- und Nachschuss geleistet hat, fliesst dann als Gewinn in die Tasche des Bankiers.

Der Hauptunterschied zwischen reellem und unreellem Betrieb des Kommissionsgeschäftes zeigt sich aber nicht erst in der Handhabung der Geschäftsbedingungen, sondern schon in dem früheren Stadium — in der Eröffnung der Geschäftsverbindung. Eine Reihe sehr achtbarer Kommissionsfirmen vermeidet es überhaupt, für ihre Privatkunden Spekulationsgeschäfte abzuschliessen [1]). Soweit sie dennoch solche aus-

[1]) Vgl. das Kapitel „Terminhandel“.

führen, geschieht es für Leute, welche ihnen nach Vermögensverhältnissen und Stand genügend bekannt sind oder für solche, welche bei Erteilung des Auftrages ein so bedeutendes Unterpfand zu stellen vermögen, dass die alsbaldige Nachschussforderung überflüssig wird. Die unreellen Bankhäuser bedienen sich dagegen eines grossen Apparates zur Anreizung zum Börsenspiel: Agenten, Zirkulare, Zeitungsartikel, Annoncen etc., und begnügen sich mit unverhältnismässig kleinen Einschüssen, die von geringen Kursveränderungen aufgezehrt werden und alsbaldige Nachschüsse nötig machen. Dieses „Sich mit geringem Einschuss begnügen" macht im ersten Augenblick den Eindruck, als wollten sich die unreelleren Firmen, die meist auch zu den kleineren gehören, der Konkurrenz der grösseren durch weitgehendere Kreditgewährung erwehren; in Wirklichkeit aber bedienen sie sich, wie sich bald zeigen wird, dieses Mittels im Zusammenhang mit der autonomen Regelung des Depotwesens, um ihr unzureichendes Betriebskapital zu vergrössern[1]). Die Frage, auf welche es hierbei vor allem ankommt, ist, ob und unter welchen Voraussetzungen bei der Einkaufskommission der für seinen Kunden in Vorschuss gehende Bankier verpflichtet ist, die für Rechnung der Kunden gekauften Papiere demselben real anzuschaffen und unter Festhaltung ihrer Identität gesondert von seinen eigenen Beständen zu verwahren; diese Papiere könnten, wenn der Bankier mit einem Dritten ein Deckungsgeschäft abgeschlossen hat, von diesem geliefert sein, oder sie könnten, wenn der Auftrag nicht nur formell, sondern thatsächlich durch Selbsteintritt des Bankiers ausgeführt wurde, aus dessen Beständen am Erfüllungstage ausgesondert worden sein. Wie sich das bisher geltende Recht zu dieser Kardinalfrage des Effektenkommissionsgeschäftes stellt, ist bereits geschildert. Danach wäre spätestens vom Augenblick der Nummernaufgabe an der Kommissionär zur realen Vorhaltung der Papiere verpflichtet und der Kommittent als Eigentümer derselben zu betrachten. Diese Rechtslage erfuhr aber bisher wiederum eine wesentliche Verschiebung, und zwar wiederum zu Un-

---

[1]) Vgl. hierzu besonders Weber l. c. S. 44.

gunsten des Kommittenten, durch die Geschäftsbedingungen. Manchmal bestimmten dieselben, die für die Kunden ge- oder verkauften Effekten sollten ihrem Effektenkonto kreditiert oder belastet werden, den Kunden solle kein Forderungsrecht auf bestimmte Nummern, sondern nur auf eine bestimmte Summe des betreffenden Effektes zustehen. Hiernach könnte also der Kommittent auch dann noch keinen Anspruch auf Nummernaufgabe und die damit verbundene Eigentumsübertragung erheben, wenn der Kommissionär schon wegen seiner sämtlichen Forderungen befriedigt wäre. Manchmal ist auch für alle Depots — mögen sie eingeliefert, angekauft sein oder auf andre Weise in den Besitz des Bankiers gelangen — vereinbart, dass der Kommittent nur ein Rückforderungsrecht in genere hat, also nicht Eigentümer bestimmter Papiere wird bezw. bleibt. In andern Fällen wiederum lauten die Geschäftsbedingungen: „Die bei uns für Rechnung unsrer Kommittenten ruhenden Werteffekten werden nur auf ausdrückliche Vereinbarung gesondert verwaltet und verwahrt, andernfalls aber in unsre eigenen Bestände aufgenommen, ohne Rücksicht auf bestimmte Stückenummern. Ueber diese Bestände sind wir befugt frei zu verfügen, insbesondere in Bezug auf die uns jederzeit zustehende Befugnis zur Weiterlombardierung.“ In weitaus der Mehrzahl der Fälle (von den der Kommission vorliegenden Geschäftsbedingungen in 18 von 21 Fällen) wird also das Recht des Kommittenten, Nummernaufgaben zu fordern, ausgeschlossen oder wenigstens von besonderer Vereinbarung abhängig gemacht. Nur selten lauteten die Bedingungen: „Wir übernehmen mit gesetzlicher Haftung die Aufbewahrung der in Verbindung mit der laufenden Rechnung empfangenen Papiere.“

Trotz der auch in diesem Punkte grossen Gleichartigkeit der Geschäftsbedingungen, ist doch die Praxis der Bankiers, ebenso wie ihre Auffassung der Frage, unter welchen Voraussetzungen die in Ausführung eines Kommissionsauftrages vom Bankier gekauften Papiere in das Eigentum des Kunden übergehen, recht verschieden. Von den von der Enquetekommission vernommenen Geschäftsleuten will ein Teil das Eigentumsrecht des Kommittenten beginnen lassen „mit dem Moment,

wo er das Kommissionsgut bezahlt hat, sei es durch bare Zahlung oder durch ein bei dem Kommissionär in gesetzlich zulässiger Form kontrahiertes Darlehen" [1]). Im Gegensatz hierzu legen andre Sachverständige gar kein Gewicht darauf, ob der Bankier „das ganze Kapital, einen Teil oder unter Umständen gar nichts erhalten hat" [2]), sondern betrachten den Kunden als Eigentümer, sobald er vom Bankier die Mitteilung erhält, dass die Stücke gekauft und als Pfand genommen sind. Andre Geschäftsleute wiederum betrachten den Bankier zwar bis zum Augenblick der völligen Zahlung des Kaufpreises als Eigentümer der gekauften Papiere, wollen aber dem Kommittenten gewisse Rechte an denselben einräumen, bei Aktien „beispielsweise das Vertretungsrecht bei Generalversammlungen" [3]). Eine weitere unter Bankiers herrschende Ansicht ist [4]), solange nicht der Kaufpreis voll entrichtet sei, begründe auch nicht einmal die Nummernaufgabe ein constitutum possessorium, sondern der Bankier habe das Recht der Weiterlombardierung der gekauften Papiere. Erwähnt sei noch die in direktem Gegensatz hierzu stehende Aeusserung des Sachverständigen Weidert [5]): „Ich bin der Ansicht, dass derjenige, der als Selbstverkäufer auftritt, nicht nur die betreffenden Papiere zur Verfügung des Kommittenten halten muss, sondern dass die Papiere sofort in das Eigentum des Komit-

---

[1]) Schinckel S. 1317, der später noch hinzufügt: „Ergänzend möchte ich sagen, wenn ich jemandem geschrieben habe, ‚ich habe die Stücke in Pfand genommen', so ist es zweifellos, dass ich sie nicht anrühren darf."

[2]) Finck S. 1318.

[3]) Salomon S. 1318.

[4]) Kussel (S. 1438) bemerkt zwar ausdrücklich: „Ich bin eigentlich der Ansicht, dass ich berechtigt bin, auf Effekten, die nicht bezahlt sind, mir anderweit auch wieder Geld zu verschaffen, und ich glaube auch, dass nicht einmal die Nummernaufgabe davor schützt," scheint aber hier nicht seine Auffassung wiederzugeben, sondern die gewisser andrer Bankiers, denn er bemerkt weiter: „Also dem Manne sind seine Nummern aufgegeben, er ist aber durchaus nicht gesichert, wenn er es mit einem unredlichen Geschäft zu thun hat, dass seine Stücke auch im Tresor bei dem Manne ruhen."

[5]) Stenogr. Ber. S. 1717.

tenten übergehen, und dass nach dem heutigen Zustand der Dinge der Aufbewahrer der Papiere nicht das Recht hat, an einer Generalversammlung teilzunehmen" (viel weniger das Recht der Weiterlombardierung). Auszufolgen hat der Kommissionär die Papiere erst dann, wenn ihm der Auftrag dafür erteilt und der Gegenwert erlegt wird. Er kann aber nicht sagen: „ich werde die Papiere erst beschaffen, nachdem das Geld dafür auf den Tisch gelegt worden ist. Das ist meine Auffassung."

Die in diesen und vielen andern Aussagen der Sachverständigen[1]) niedergelegten Anschauungen der Börsenleute laufen auf folgende — bei den einzelnen mehr oder minder deutlich zum Ausdruck gekommenen — Gegensätze[2]) in der Rechtsauffassung und dem Geschäftsbetrieb hinaus. Eine Kategorie von Bankiers — und zwar meist die kleineren, weniger kapitalkräftigen — glaubt, der selbst in Vorschuss gehende Kommissionär müsse nur die Verpflichtungen eines Genusverkäufers übernehmen, er müsse im stande sein, einen entsprechenden Betrag Papiere eiusdem generis in dem Moment, wo der Kommittent die Lieferung der Wertpapiere gegen Bezahlung des Kaufpreises verlange, zu liefern, um nicht nach den Grundsätzen, welche für den mit der Erfüllung säumigen Kontrahenten gelten, behandelt zu werden. Dementsprechend ist auch das Geschäftsgebaren, wobei Kassa- und Termingeschäft auseinanderzuhalten sind. Angenommen, ein Bankier erhalte von einem Kunden gegen einen Einschuss von Mk. 1000 den Auftrag, auf dem Kassamarkt Mk. 10000 irgend eines Effektes zu kaufen. Diesen Auftrag kann der Bankier durch Selbsteintritt ausführen, ohne selbst ein Deckungsgeschäft abzuschliessen; dabei sind wiederum zwei Fälle möglich: entweder der betreffende Bankier besitzt die Papiere selbst, dann hält er sich nicht für verpflichtet, einen entsprechenden Betrag aus

---

[1]) Vgl. z. B. Ladenburg S. 1425, Sulzbach S. 1427, Goldschmidt S. 1721, Maier S. 1723/24 u. a.

[2]) Besonders in den Aussagen des Sachverständigen Ladenburg, Stenogr. Ber. S. 1425, kommt dieser Gegensatz klar zum Ausdruck. — Vgl. auch Weber l. c. S. 40.

seinen eigenen Beständen auszusondern und nunmehr als depositum regulare seines Kunden zu betrachten; oder er besitzt die Papiere nicht selbst, dann hält er sich auch nicht für verpflichtet, sich vorläufig schon die Papiere zu beschaffen. Der Auftrag kann aber auch unter formellem Selbsteintritt durch thatsächlichen Abschluss mit einem Dritten ausgeführt werden; dann lässt sich der Bankier die Papiere liefern, betrachtet dieselben aber vorläufig als sein Eigentum, nicht als das seines Kunden, und lombardiert die Effekten, um nicht sein Betriebskapital festlegen zu müssen. In welcher dieser Arten der Auftrag auch vom Bankier ausgeführt sein möge, ihren Kunden gegenüber verfahren die hier in Betracht kommenden Bankiers meist folgendermassen: sie belasten dieselben für den Kaufpreis der Effekten unter Abzug oder Gutschrift der Einzahlung, erkennen sie gleichzeitig für die berechneten Wertpapiere „auf Stückekonto“, halten sich damit nur für verpflichtet, dem Kunden, sobald er den Kaufpreis erlegt, den berechneten Betrag von Wertpapieren dieser Gattung zu liefern und entziehen sich somit der Pflicht realer Vorhaltung spezialisierter Stücke. Im Termingeschäft ist dieses Endziel einfacher zu erreichen. Angenommen, ein Bankier habe für einen seiner Kunden einen Auftrag zum Kauf eines gewissen Betrages von Wertpapieren ausgeführt. Erfolgt während desselben Monats ein entsprechendes Gegengeschäft, so erfolgt die Erledigung des ganzen Geschäftes auf rein rechnerischem Wege, ohne dass Effekten in natura in die Hände des Bankiers gelangen. Ist kein Gegengeschäft erfolgt und will der Kunde am Ultimo die gekauften Papiere auch nicht beziehen, so prolongiert der Bankier unter Berechnung des Deports oder Reports das Geschäft, und so lange diese Prolongationen fortgesetzt werden, kann von einer realen Vorhaltungspflicht des Bankiers selbstverständlich keine Rede sein.

Anders verfährt die zweite Kategorie von Bankfirmen, und zwar meist die grösseren, kapitalkräftigeren, trotzdem der Inhalt ihrer Geschäftsbedingungen mit wenigen Ausnahmen der gleiche ist, wie bei den eben geschilderten Bankiers. Erhält solch ein grösseres Bankhaus von einem seiner Kunden den Auftrag zum Kauf eines gewissen Betrages eines Wertpapieres,

so erfolgt auch hier die Ausführung durch formellen oder thatsächlichen Selbsteintritt; auf alle Fälle werden aber bestimmte Papiere in natura für Rechnung des Kommittenten angeschafft und gesondert von den eigenen Beständen verwahrt. Dem Kommittenten wird der Kaufpreis berechnet für die „in Depot genommenen Stücke“ und derselbe in den Büchern der Bank belastet, eine etwaige Anzahlung wird ihm gutgeschrieben; für den Rest des Kaufpreises haften dem Bankier die gekauften Wertpapiere als Pfand. Als Eigentümer dieses Pfandes wird der Kommittent betrachtet, obgleich er auf Grund der Geschäftsbedingungen meist rechtlich nicht Eigentümer ist, sondern nur ein Forderungsrecht in genere besitzt.

Der Geschäftsbetrieb dieser Art ist unzweifelhaft solider, als der oben geschilderte, erfordert aber auch ein ungleich grösseres Betriebskapital, das den kleineren Kommissionsfirmen meist fehlt; sie sind nicht kapitalkräftig genug, um für ihre Kunden auf längere Zeit in Vorschuss zu gehen und, wenn sie von diesen nur einen Teil des Kaufpreises empfangen haben, grössere Posten von Wertpapieren anzukaufen und in ihre Tresors zu legen. Das geht deutlich aus der Aeusserung des Sachverständigen Ladenburg[1]) hervor: „Ich glaube, dass die Uebung, die Nummern der Stücke nicht aufzugeben, hauptsächlich daher gekommen ist, dass kleinere Häuser das Geschäft allerdings nur unter der Voraussetzung gemacht haben, dass sie in ihren Betriebsmitteln nicht erheblich durch das betreffende Geschäft geschädigt werden.“ — — „Also wenn 10 % Einschuss vom Auftraggeber geleistet worden sind, und sie 90 % in das Geschäft stecken sollen, so ist das eine Voraussetzung, die seither, glaube ich, namentlich von vielen kleinen Häusern nicht geteilt wurde, und nimmt man diesen Standpunkt ein, so ist es selbstverständlich, dass, um die Geschäfte der kleinen Häuser nicht zu schädigen, damit fortgefahren werden müsste, wie es seither Gebrauch war. Dass aber hierin gewisse Missstände auch inbegriffen sind, ist ja zweifellos.“ Wie wahr besonders der letzte Satz ist, hat sich leider an

[1]) Stenogr. Ber. S. 1425. Vgl. hierzu auch das Zeugnis eines Vertreters des kleinen Bankgewerbes: Kussel S. 1438.

dem Geschäftsgebaren von Hugo Löwy, Friedländer & Sommerfeld, Hirschfeld & Wolf u. a., als es zu spät war, gezeigt. Wir gelangen somit zu dem Ergebnis, dass ausser den bisher festgestellten Erfordernissen zu einem soliden Betriebe des Kommissionsgeschäftes auch ganz besonders Kapitalkraft erforderlich ist und dass es hieran einem Teile der heutigen Effektenkommissionäre fehlt.

Ueber das Pfandrecht des Bankiers enthalten die Geschäftsbedingungen gewöhnlich eine Bestimmung folgenden Inhalts: „Alle für Rechnung unsrer Kunden bei uns ruhenden oder zu unsrer Verfügung stehenden Fonds und sonstigen Wertstücke — mögen sie durch Kommissions- oder sonstige Geschäfte in unsern Besitz gelangt sein — dienen uns als Faustpfand zur Sicherheit aller uns gegen den betreffenden Kunden zustehenden Wechsel- oder sonstigen Forderungen; wir sind befugt, falls unsre Schuldner im Verzuge sind oder einer Zahlungsaufforderung nicht ungesäumt Folge leisten, mit diesen Wertstücken in Gemässheit des Art. 311 des Handelsgesetzbuches zu verfahren.“

Das gesetzliche Pfandrecht[1]) des Kommissionärs erfährt hier also eine Erweiterung in doppelter Hinsicht: einmal wird es nicht auf das Kommissionsgut beschränkt, sondern auf alles, was aus irgend welchem Anlass durch „sonstige Geschäfte“ in die Hände des Bankiers gelangt, ausgedehnt, sodann wird dem Bankier das Recht eingeräumt, sich „ohne gerichtliche Intervention“ oder ohne jegliche „gerichtliche Einmischung“ durch direkten Verkauf des Pfandes zu befriedigen; über die Rechtsgültigkeit dieser Abmachung wurde oben bereits gesprochen.

Missstände haben sich nach den Sachverständigenvernehmungen aus dem bisherigen Pfandrechte des Kommissionärs hauptsächlich in den Fällen ergeben, wo es sich um ein Zusammenwirken mehrerer Bankiers handelt. Wenn nämlich ein Privatmann seinem Bankier in der Provinz Wertpapiere zur Vornahme irgend einer Verwaltungshandlung oder zum Verkauf übergibt, so muss dieser seinerseits sich nicht selten an den Bankier eines Börsenplatzes wenden und von diesem den be-

---

[1]) Siehe oben S. 158.

treffenden Auftrag ausführen lassen. Hierbei ist es bisweilen vorgekommen, dass Kommissionäre der Börsenplätze ein Pfandrecht an Papieren, welche der Provinzialkundschaft gehörten, geltend gemacht haben wegen Forderungen, die sie wohl an den Provinzbankier, nicht aber an dessen Kunden hatten. Diesem Unwesen haben die grossen Banken der Börsenplätze selbst schon zu steuern gesucht durch die Scheidung von „Eigen- und Kundendepots“; das neue Depotgesetz schafft hier vollends durch geeignete Vorschriften und Strafbestimmungen Abhilfe.

Das „Pfandrecht“ verdient nur noch in einer Hinsicht nähere Beachtung, nämlich wenn wir uns der Kaufgeschäfte per Kassa mit geringem Einschuss erinnern, bei welchen der Bankier nur die „Lieferungsbereitschaft“ garantiert, ohne in eigenem Bestande oder durch Lieferung seitens eines Dritten die betreffenden Wertpapiere zu besitzen. Wird hier der geforderte Nachschuss nicht geleistet, so nimmt der Bankier nur dem Schein nach „Zwangsregulierung“ vor; er schreitet angeblich zum Pfandverkauf von Papieren, die er thatsächlich gar nicht besitzt. In diesem Falle erteilt er einem vereideten Makler den Auftrag zum Verkauf des betreffenden Betrages von Wertpapieren und tritt selbst gleichzeitig als Käufer auf. Er nimmt also einen „fiktiven“ Pfandverkauf vor, der in diesem Falle den würdigen Schluss einer ganzen Reihe rein fiktiver Handlungen bildet. „Das Bankhaus,“ sagt Weber[1]) sehr treffend, „macht im Wege des Selbsteintritts das Geschäft ‚in sich‘, es nimmt am Stichtage fiktive Papiere in ein ‚fiktives‘ Depot und belastet den Kunden für eine Summe, die es gar nicht ausgelegt hat, oder es ‚prolongiert‘ wiederum ‚in sich‘ das angebliche Geschäft, schafft einen fiktiven Kurs, zeigt mangels Nachschusses eine ‚fiktive Zwangsregulierung‘ an und befriedigt sich aus dem Einschuss des Kunden, der bislang faktisch eine Vermehrung des Betriebskapitals der Bank, angeblich aber eine Sicherheit für rein fiktive Kreditgewährung gebildet hatte“ — gewiss ein unerfreuliches Bild dessen, was unter den bisher bestehenden Zuständen möglich war. —

---

[1]) L. c. S. 46. — Vgl. auch Senatspräsident Dr. Wiener S. 1716 bis 1718.

Die Erhebungen der Enquetekommission über das Börsenkommissionsgeschäft liefern folgendes Ergebnis:

Trotz der grossen Gleichartigkeit der Einrichtungen und der auf freier Vereinbarung der Parteien beruhenden Rechtslage (siehe die Einheitlichkeit der Geschäftsbedingungen) ist das Geschäftsgebaren der Bankiers hinsichtlich seiner Solidität sehr verschieden. Im Geschäftsverkehr der reellen — meist auch grösseren — Bankhäuser haben sich fast keine Missstände ergeben. Der Geschäftsbetrieb des unreellen — meist zugleich kapitalschwächeren [1]) — Bankiers besteht manchmal in einer Kette betrügerischer Manipulationen. Wir ziehen daraus den Schluss, dass die Hauptquelle der im modernen Effektenkommissionsgeschäft zu Tage getretenen Uebelstände in erster Linie nicht in den bestehenden Einrichtungen zu suchen ist, sondern in der Beschaffenheit der Personen und der Kapitalkraft derjenigen, welche das Kommissionsgeschäft betreiben — ein Ergebnis, das für die Frage der Reform von geradezu grundlegender Bedeutung ist.

---

[1]) Hierbei soll nicht geleugnet werden, dass es auch eine ganz beträchtliche Zahl kleiner Bankfirmen von unbedingter Solidität und Vertrauenswürdigkeit gibt.

V.

Die Reformfrage.

Die Börsenenquetekommission hatte sich ihrem Auftrage entsprechend nicht auf eine Feststellung der bisherigen thatsächlichen Zustände des Börsenwesens zu beschränken, sondern hat ihre Hauptaufgabe in der Aufstellung eines Reformprogrammes erblickt, in welchem die bestehenden Zustände nur insoweit zur Sprache kommen, als dies zur Motivierung der einzelnen Reformvorschläge erforderlich schien. Die Ergebnisse, welche die Enquete nach dieser Richtung geliefert hat, sind — ebenso wie der hierauf gestützte am 1. Juni 1895 veröffentlichte bundesrätliche „Entwurf eines Börsengesetzes" — an früherer Stelle[1]) wiedergegeben. Die Frage der Börsenreform ist inzwischen weitergediehen, ja sie hat vorläufig ihren Abschluss gefunden in dem Börsengesetz vom 22. Juni 1896. Obwohl dieses Gesetz in sehr vielen seiner Bestimmungen nach Inhalt und Wortlaut fast ganz mit dem bundesrätlichen Entwurfe übereinstimmt, weicht es doch in einigen wesentlichen Punkten von demselben ab. Dahin gehört besonders:

1. Der zu errichtende „Börsenausschuss", welcher die der Beschlussfassung des Bundesrates überwiesenen Angelegenheiten als Sachverständigenorgan zu begutachten hat, erfährt eine andere Zusammensetzung; nicht zwei Drittel,

---

[1]) Siehe Münchener volkswirtschaftliche Studien 15. Stück, Pfleger und Gschwindt, Börsenreform in Deutschland S. 19 ff.

wie im Entwurf vorgesehen war, sondern nur die Hälfte der Mitgliederzahl soll durch die Börsenorgane zur Wahl vorgeschlagen werden können.

2. Die für jede einzelne Börse zu errichtende „Zulassungsstelle" (von der Enquetekommission „Emissionsbehörde" genannt), welche über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel zu entscheiden hat, soll nach dem Entwurf mindestens zu einem Drittel aus Personen bestehen, welche sich nicht gewerbsmässig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen; nach dem Gesetz muss mindestens die Hälfte dieses Kollegiums aus Leuten bestehen, welche nicht in das Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind.

3. Für die Pfandbriefe der unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefinstitute kann die Landesregierung nach dem Börsengesetz Befreiung vom Prospektzwang verfügen.

4. Auf dem Gebiet der Kursfeststellung trifft das Börsengesetz folgende Aenderung des bundesrätlichen Entwurfes: nur Geschäfte, welche durch Vermittlung von Kursmaklern abgeschlossen sind, haben Anspruch auf Berücksichtigung bei der amtlichen Kursfeststellung; dagegen darf der Börsenvorstand auch andere Geschäfte berücksichtigen.

Ferner soll die Kursfeststellung heimlich stattfinden. Während der bundesrätliche Entwurf nur bestimmte, die Kursfeststellung solle für Kassa- und für Zeitgeschäfte durch den Börsenvorstand unter Mitwirkung von Kursmaklern als Hilfspersonen erfolgen, schreibt das Börsengesetz ausdrücklich vor: „Bei der Feststellung darf ausser dem Staatskommissär, dem Börsenvorstand, den Börsensekretären, den Kursmaklern und den Vertretern der beteiligten Berufszweige, deren Mitwirkung die Börsenordnung vorschreibt, niemand zugegen sein[1]).

5. Nach dem Börsengesetz ist der Terminhandel in

---

[1]) Diese Bestimmung könnte leicht missverstanden werden. Es handelt sich hier nämlich nur um die eigentliche Feststellung des amtlichen Börsenpreises, nicht um das bisher in Berlin übliche Verfahren des Kursmachens, welches vor wie nach unter der Kontrolle aller anwesenden Börsenbesucher stattfindet. Vgl. Bericht der IX. Kommission zur Vorberatung des Entwurfes eines Börsengesetzes — Nr. 14 der Drucksachen des Reichstages S. 10.

Getreide- und Mühlenfabrikaten, sowie in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen untersagt.

6. Im Börsengesetz ist unter den Bestimmungen bezüglich des Terminregisters folgender Passus des bundesrätlichen Entwurfes gestrichen: „Hat nur eine der Parteien im Inlande einen Wohnsitz oder eine gewerbliche Niederlassung, so ist auch die Eintragung dieser Partei nicht erforderlich (sc. zur rechtlichen Wirksamkeit des Geschäftes), sofern das Geschäft zu ihrem Gewerbebetrieb gehört."

Im übrigen ist das Börsengesetz nur in untergeordneten Fragen von der Regierungsvorlage abgewichen, welche ihrerseits, wie bereits erwähnt, in ihren einschneidendsten Reformvorschlägen durchaus die Tendenzen der Enquetekommissionsbeschlüsse billigt und befolgt.

Auf diese Weise haben sich alle wichtigen in den Enquetebeschlüssen vorgeschlagenen Neuerungen in das Reichsbörsengesetz fortgepflanzt, nämlich — um dies hier kurz zu wiederholen —:

1. Einsetzung eines Staatskommissärs und weitgehende staatliche Aufsicht über die Börse;

2. Verschärfung der Haftung der Emissionshäuser;

3. Beseitigung des Differenzeinwandes; Terminregister, Bestrafung des Börsenwuchers;

4. Aufhebung der Bestimmungen, welche den vereideten Maklern Geschäfte für eigene Rechnung verbieten.

Um diese Hauptpunkte gruppieren sich Vorschriften, welche teils die Weiterbildung bestehender Einrichtungen bezwecken, teils die Einführung der vorgeschlagenen erleichtern sollen.

Das Reichsbörsengesetz wird somit — rein äusserlich betrachtet — als Endergebnis der Arbeiten der Enquetekommission erscheinen. Prüfen wir nun, ob dasselbe im Einklang steht mit den thatsächlichen Ergebnissen der Börsenenquete, besonders des Sachverständigenverhöres, so entstehen folgende Fragen: Ist der Sitz der Schäden richtig erkannt? Sind die im Gesetz ergriffenen Massregeln geeignet, den zu Tage getretenen Missständen entgegenzuwirken? Sind etwa Missstände vorhanden, welche durch das Gesetz nicht getroffen werden?

Werden durch die im Gesetz eingeschlagenen Wege nicht berechtigte Interessen geschädigt und wird nicht die Börse in Ausübung ihrer wichtigen Funktionen gehemmt?

I. In zwei Punkten stimmt das Börsengesetz mit den Ergebnissen der Enquete bis zu einem gewissen Grade überein, nämlich einmal in der Reform des Maklerwesens, zum andern in der Beseitigung des Differenzeinwandes. Aus der Schilderung der bestehenden Zustände hat sich ergeben, dass die hanseatischen Börsen das Institut der vereideten Makler beseitigt haben, dass dem Frankfurter Fondsmakler[1]) das Recht, Geschäfte für eigene Rechnung abzuschliessen und Bürgschaft zu leisten unter gewissen Voraussetzungen zugestanden werden musste und endlich, dass es „ein offenes Geheimnis" ist, dass der Berliner Fondsmakler durch die Anforderungen des Verkehres gezwungen wurde, seiner beschworenen Pflicht untreu zu werden und die wichtigste Schranke, welche ihm das Handelsgesetzbuch gezogen hatte, das Verbot, nicht für eigene Rechnung zu kontrahieren, fast täglich zu durchbrechen. Die vereideten Makler, wie sie das Handelsgesetzbuch vorschreibt, sind somit eine Institution, die in dieser Form nicht länger aufrecht erhalten werden konnte und nach Uebereinstimmung sämtlicher Sachverständigen dringend der Reform bedurfte. Ueber die Wege, wie dieselbe herbeizuführen ist, waren die Ansichten geteilt, es machen sich in dem Sachverständigenverhör drei Gruppen von Vorschlägen bemerkbar:

I. Das Institut der vereideten Makler ist in seiner früheren Reinheit wieder herzustellen; sie sind nach wie vor mit der Kursfeststellung zu betrauen[2]).

II. Das Institut der vereideten Makler ist ganz zu beseitigen; die Kursfeststellung ist anderen Organen (besonderen Bureaux etc.) zu übertragen[3]).

---

[1]) Der offizielle Titel ist „beeidigter Kursmakler".

[2]) Vgl. Favreu S. 688, v. Wallenberg-Paschaly S. 858, Finck S. 1253.

[3]) Hinrichsen S. 689, Schinckel S. 1251, Lappenberg S. 1393, Wolde S. 204.

III. Das Institut der vereideten Makler ist beizubehalten, sie sind nach wie vor mit der Kursfeststellung zu betrauen, aber den Anforderungen des Verkehrs entsprechend hat eine Reform stattzufinden[1]).

Ad I. Der erste Vorschlag ist nur durchführbar, wenn die vereideten Makler das Monopol erhalten, an der Börse Geschäfte abzuschliessen; eine solche Monopolisierung des Maklerstandes stünde aber mit der ganzen Entwickelung des deutschen Börsenwesens in grellstem Widerspruch. Wie wollte man denn die Leute, welche auf Grund der bestehenden Vorschriften zur Börse zugelassen sind, daran hindern, dass sie nun auch Geschäfte an der Börse abschliessen? Etwa dadurch dass man diese Geschäfte für rechtsunwirksam erklärte? Eine solche Bestimmung würde die Sicherheit des ganzen Börsenverkehres in seinen Grundfesten erschüttern. Welche Gestalt die Börse bei der Monopolisierung des Maklerstandes annimmt, zeigt am besten die Pariser Börse. Die Agents de change besitzen hier rechtlich das Monopol zum Abschluss von Börsengeschäften und trotzdem ist neben ihnen eine Kulisse entstanden, in der sich täglich ungeheure Umsätze vollziehen. Ausser der — praktisch nicht durchführbaren[2]) — Monopolisierung des Maklergewerbes wäre aber auch noch die Schaffung eines besonderen, anderen Vorschriften unterliegenden Maklerstandes für den Terminmarkt die unausbleibliche Folge des in Rede stehenden Vorschlages; denn der Terminmarkt erfordert, wie wir früher gesehen haben, unbedingt Makler, welche das Recht besitzen, für eigene Rechnung Geschäfte abzuschliessen und Bürgschaft zu leisten.

---

[1]) Benary S. 200, Alexander S. 542, Bamberger S. 690, Goldberger S. 694 ff., v. Guaita S. 876, Dr. Basch S. 1000, v. Pflaum S. 1677 ff., Dr. Simon S. 1673, Lehmann S. 1674, Goldschmidt S. 1687, Christians S. 1812, Weill S. 1696, Schwartz S. 1991 u. a.

[2]) In einem Falle allerdings wäre die Monopolisierung meines Erachtens denkbar, nämlich wenn für den Effektenhandel Einrichtungen geschaffen würden, wie sie in den Liquidationskassen für den Warenhandel bestehen — ein Projekt, auf dessen genauere Prüfung man jedoch in der Börsenenquete nicht eingegangen ist.

Ad II. In erster Linie waren es Vertreter hanseatischer Börsen, welche für Freigabe des Maklergewerbes plädierten. Die dort übliche Kursfeststellungsmethode beruht, wie wir gesehen haben, darauf, dass die Makler auf Grund der ihnen gemachten Angaben über thatsächlich abgeschlossene Geschäfte die Kurse ermitteln. Aber von den hanseatischen Börsenleuten selbst wurde zugegeben, dass dieses Verfahren das Zustandekommen einer unrichtigen Notiz nicht ausschliesst. Einerseits ist niemand verpflichtet, ein von ihm abgeschlossenes Geschäft zur Kursfeststellung anzugeben, andererseits ist die Befürchtung, es könnten auch Notizen von fingierten Geschäften berücksichtigt werden, doch sehr begründet. Diese Gefahren wären für die Berliner Börse, welche einen viel grösseren Geschäftskreis und anders geartete Einrichtungen besitzt, ohne Zweifel noch viel grösser[1]). Daher haben auch die Sachverständigen der Berliner Fondsbörse, welche Freigabe des Maklergewerbes forderten[2]), nicht die Hamburger Einrichtungen als Vorbild hingestellt, sondern wollen eine Scheidung in der Doppelfunktion des vereideten Maklers herbeiführen, dem sowohl die Vermittelung von Geschäften, wie die amtliche Kursfeststellung bisher oblag. Die erstere Thätigkeit soll freigegeben, die letztere anderen Organen übertragen werden, beispielsweise nach dem Winterfeldt'schen Vorschlag einem Bureau, „welches unter der Kontrolle der Börsenkommissärs von Beamten der Kaufmannschaft verwaltet und in Abteilungen für bestimmte Wertpapiere geschieden wird". Dieses Bureau solle alle Angaben, welche bisher den vereideten Maklern gemacht wurden, bis zu einer gewissen Zeit entgegennehmen, es hätte bei der Art seiner Zusammensetzung kein eigenes Interesse an den Kursen. Alle Vorschläge, welche in dieser Richtung gemacht wurden, leiden aber an einem Hauptfehler: sie versäumen, eine Kontrolle für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben zu schaffen, welche die Grundlage der Kursfeststellung bilden. Eine solche Kontrolle ist aber nur durch die mitten

[1]) Vgl. die Ausführungen Bambergers und Goldbergers über die Aeusserungen Hinrichsens zu Frage 13 des Fragebogens der Enquete.

[2]) Siehe besonders Winterfeldt S. 527 ff., Samuel S. 551.

im Geschäftsverkehr stehenden Makler möglich; „ich wüsste gar nicht,“ sagt Russell[1]), „wie die Kursfeststellung überhaupt erfolgen soll, wenn ich mir die Haupterkenntnisquelle, nämlich die Mitwirkung desjenigen, welcher die Geschäfte vermittelt hat, verschliesse“. Von sämtlichen Sachverständigen, welche Freigabe des Maklergewerbes und Kursfeststellung durch besondere Organe forderten, vermochte keiner ein einwandfreies Verfahren für richtige Kursermittlung anzugeben.

Ad III. Eine dritte Gruppe von Sachverständigen, und zwar weitaus die Mehrzahl der für die Fondsbörse berufenen Vertreter sucht zwischen den beiden besprochenen Richtungen eine vermittelnde Stellung einzunehmen. Weder starres Festhalten an Vorschriften, welche sich überlebt haben, noch Beseitigung aller Schranken, welche der Gesetzgeber dem amtlich bestellten Vermittler von Handelsgeschäften gezogen hat, sondern eine Umgestaltung der bestehenden Einrichtungen, welche den Anforderungen des modernen Börsenverkehres entspricht, soll der Weg zur Reform des Maklerwesens sein. Die Vertreter dieser Ansicht befürworteten, man solle das Institut der vereideten Makler beibehalten, ihnen aber das Recht, für eigene Rechnung Geschäfte abzuschliessen und Bürgschaft zu leisten, verleihen. Die Ansichten gingen jedoch auseinander über die Massregeln, welche zur Verhütung eines Missbrauches dieser Rechte zu treffen seien. Im allgemeinen war man in den Kreisen der Bankiers, wie der Makler darüber einig, dass die Makler nur ungerne Geschäfte für eigene Rechnung abschliessen und dies zu vermeiden suchen, wo es irgendwie möglich ist. Sogar der freie Handelsmakler der Hamburger Börse beschränkt seine Thätigkeit auf die Vermittlung, wenn er nicht durch die Anforderungen des Verkehres zum Selbsteintritt gezwungen wird. Dass bei Verleihung des Rechtes zu Börsengeschäften die Makler in grossem Umfang Spekulationsgeschäfte betreiben werden, ist nach dem Urteil erfahrener Sachverständiger nicht zu erwarten. Um aber einer solchen Entwickelung, die immerhin möglich ist, vorzubeugen, wurden folgende Vorschläge gemacht:

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 525.

a) der Makler soll nur insoweit als Selbstkontrahent auftreten dürfen, als dies zur Ausführung seiner Aufträge nötig ist; bevor er einen Teilbetrag eines ihm gegebenen Auftrages selbst übernimmt, soll er seine Absicht dem anwesenden Börsenkommissär und dem Publikum bekannt geben. Ein ähnliches Verfahren ist auf dem Berliner Kassamarkt bereits bisher üblich.

b) Analog der in Frankfurt bereits bestehenden Praxis wurde eine Vorschrift befürwortet, wonach der Makler verpflichtet sein soll, seinen Auftraggeber davon zu unterrichten, dass er selbst als Gegenkontrahent einzutreten wünsche. Zu diesem Zwecke müsste er in der Schlussnote sich als solchen angeben; der Vermerk „an Aufgabe" würde dann wegfallen. Der Auftraggeber würde dann veranlasst sein zu prüfen, ob ihm durch den Selbsteintritt des Maklers nicht Nachteile erwachsen.

c) Die hauptsächlichste Garantie für richtigen Gebrauch der dem Makler zu gewährenden Freiheit erblicken die Sachverständigen in der Börsendisziplin. Die von den Maklern über alle Aufträge und Geschäftsabschlüsse zu führenden Hand- und Tagebücher sollen von der Börsenbehörde häufiger eingesehen werden. In Fällen, wo sich ein Makler als Spekulant entpuppt, sollen geeignete Strafbestimmungen eingreifen, wie Versetzung in eine weniger einträgliche Maklergruppe, zeitweiliger oder dauernder Ausschluss von der Börse etc.

Die Ansicht der Sachverständigen der letztbesprochenen Kategorie hat die Enquetekommission zu der ihrigen gemacht, auf diesem Boden stehen die Enquetebeschlüsse, der bundesrätliche Gesetzentwurf und das Börsengesetz. Es soll somit der thatsächlich bereits bestehende Zustand des Maklerwesens gesetzliche Sanktion erhalten [1]). Die blosse Maklerfunktion versieht der mit den Rechten des Börsengesetzes ausgestattete „Kursmakler" zweifellos besser als der durch alle bisherigen Vorschriften des Handelsgesetzbuches eingeengte vereidete Makler; wie verhält es sich aber mit der zweiten bisherigen Ob-

---

[1]) Ueber die näheren Bestimmungen vgl. Münchener volkswirtsch. Studien 15. Stück, Pfleger und Gschwindt l. c. S. 42 ff.

liegenheit des vereideten Maklers, mit der Kursfeststellung? Nach dem Börsengesetz sollen nur die durch Vermittelung eines Kursmaklers abgeschlossenen Geschäfte Anspruch auf Berücksichtigung bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises haben, allerdings unbeschadet der Berechtigung des Börsenvorstandes, auch andere Geschäfte zu berücksichtigen. Die Bestimmungen über die „Kursmakler“ zielen darauf hin, sie zu hindern, Spekulanten und Kommissionäre zu werden und als solche irgend welches persönliche Interesse an der Kursentwickelung zu gewinnen; in dieser Erwartung hat man die Kursfeststellung der Hauptsache nach in die Hände der „Kursmakler“ gelegt. Die Enquetebeschlüsse, der Entwurf und das Börsengesetz beruhen auf dieser Voraussetzung; ob sie richtig ist, kann nur die Zukunft lehren. Angenommen, sie wäre richtig, so bleibt noch folgendes Bedenken. Neben dem „Kursmakler“ wird auch in Zukunft der freie Makler seine Thätigkeit entfalten. Seiner ist im Börsengesetz mit keinem Worte gedacht, — zweifellos eine Folge der geringen Beachtung, welche ihm die Börsenenquetekommission zu teil werden liess. Der freie Makler ist durch keinerlei Bestimmungen eingeengt, die Geschäfte, welche er für eigene Rechnung und auf eigenen Namen abschliesst, unterliegen keiner Kontrolle, er kann Aufträge von Auswärtigen entgegennehmen, er kann in der Form der Einzelunternehmung, der offenen Handelsgesellschaft, oder wie sonst es ihm beliebt, den Geschäftsbetrieb einer Maklerbank zu seinem Gewerbe machen, kurz, er hat alle Freiheiten, welche der Kursmakler nicht hat, und wird deshalb auch in Zukunft eine nicht zu unterschätzende Rolle in der Makelei spielen; die von ihm abgeschlossenen Geschäfte müssen, wie dies heute schon beim Berliner Wertpapierterminhandel geschieht, berücksichtigt werden bei Feststellung der amtlichen Notiz, wenn diese nicht ein falsches Bild der Marktlage bieten soll. Die Angaben über die im „freien Markt“ abgeschlossenen Geschäfte müssen die „Kursmakler“ auch in Zukunft auf Treu und Glauben hinnehmen; für das Zustandekommen einer den thatsächlichen Marktverhältnissen entsprechenden amtlichen Notiz bestehen somit keine grösseren Garantien als bisher. Trotz dieses Bedenkens soll aber nicht in Abrede gestellt

werden, dass das neugeschaffene Institut der Kursmakler gegenüber demjenigen der vereideten Makler des Handelsgesetzbuches einen erheblichen Fortschritt bedeutet. Die Frage der Bestellung[1]) und Entlassung der Kursmakler ist in Preussen durch den Erlass des Handelsministers vom 14. November 1896 geregelt. Bestellung und Entlassung der Kursmakler erfolgen hiernach durch den Regierungspräsidenten, in dessen Verwaltungsbezirk die betreffende Börse liegt, und zwar nach Anhörung des mit der Börsenaufsicht betrauten Handelsorganes und der Vertretung der Makler, wo eine solche besteht. Ueber die Pflichten der Kursmakler, die Organisation ihrer Vertretung, über ihr Verhältnis zu den Staatskommissaren und den Börsenorganen, sowie hinsichtlich der Kontrolle darüber, in welcher Weise die Kursmakler von ihrem Rechte Gebrauch machen, für eigene Rechnung Geschäfte abzuschliessen, sollen für die einzelnen Börsen besondere Bestimmungen getroffen werden. Demgemäss ist für die Berliner Börse ein besonderer Erlass des Handelsministers vom 4. Dezember 1896 ergangen. Bemerkenswert ist hierin vor allem, dass eine einheitliche Vertretung der Kursmakler geschaffen wird. Sie haben aus ihrer Mitte die sog. Maklerkammer, bestehend aus elf Mitgliedern nebst fünf Stellvertretern, zu wählen; die Maklerkammer wählt dann ihrerseits wiederum aus ihrer Mitte einen Vorsitzenden. Von den Mitgliedern müssen zwei, von den Stellvertretern einer der Produktenbörse angehören.

Unter den Aufgaben der Maklerkammer ist die wichtigste: Die Verteilung der Geschäfte unter die Kursmakler. Damit ist — unter lebhaftem Protest der Börse — die Entscheidung über die Verteilung des Einkommens der Kursmakler — also die wirksamste Handhabe, mittelst deren auf sie und ihr gesamtes Geschäftsgebahren Einfluss geübt werden kann — dem Aeltestenkollegium entzogen und in die Hände der von den Kursmaklern selbst ge-

[1]) Unter Bestellung ist hier nicht etwa Anstellung unter Zusicherung eines festen Gehaltes oder Gewährleistung eines Minimaleinkommens und Verleihung besonderer Rechte zu verstehen, sondern es handelt sich bei dieser „Bestellung" fast lediglich um die Uebertragung von Pflichten.

wählten Vertretung gelegt, so dass dieselben der Börsenvorstandschaft ziemlich selbständig gegenüber stehen.

Die ferneren Aufgaben der Maklerkammer sind:

Abgabe von Gutachten über Bestellung und Entlassung von Kursmaklern und über etwaige Stellvertretung behinderter Kursmakler; Aufsicht über die Erfüllung der den Kursmaklern obliegenden Pflichten und disziplinäre Ahndung von Pflichtverletzungen; Schlichtung von Streitigkeiten unter Kursmaklern; Schlichtung von Streitigkeiten zwischen Kursmaklern und ihren Auftraggebern auf Antrag der letzteren; Abgabe von Gutachten über Gesetzgebungs- und Verwaltungsfragen, welche die Interessen der Kursmakler berühren.

Aufgabe des Vorstandes ist:

Die Maklerkammer nach aussen zu vertreten, die Verwaltung ihrer Einnahmen und Ausgaben zu besorgen und darüber Rechnung zu legen, die Sitzungen zu berufen und zu leiten und die Beschlüsse zur Ausführung zu bringen, die zur Verwaltung erforderlichen Beamten anzustellen und zu beaufsichtigen. Der Staatskommissär ist berechtigt, an den Sitzungen der Maklerkammer mit beratender Stimme teilzunehmen und muss von der Anberaumung und der Tagesordnung jeder Sitzung vorher verständigt werden. Der Vorstand hat jährlich dem Staatskommissär und den Aeltesten der Kaufmannschaft über seine Thätigkeit und die der Kammer Bericht zu erstatten.

Was die Rechte und Pflichten der Kursmakler betrifft, so ist zunächst die Bestimmung von Wichtigkeit, dass die Kursmakler — soweit sie nicht vom Börsenvorstand ausdrücklich beurlaubt sind — bei allen Börsenversammlungen während ihrer ganzen Dauer anwesend sein müssen. Die Kursmakler haben den mit der Kursfeststellung betrauten Mitgliedern des Börsenvorstandes alle erforderlichen Erklärungen nach bestem Wissen der Wahrheit gemäss abzugeben. Das die Kursfeststellung leitende Mitglied des Börsenvorstandes darf in Zweifelsfällen von den Kursmaklern Angaben auf ihren Amtseid fordern und die Richtigkeit derselben durch Einsicht der Tagebücher der Kursmakler oder in andrer Weise prüfen. Zur Vornahme der nach den Bestimmungen des Handelsgesetzbuches durch

einen Handelsmakler zu bewirkenden Verkäufe sind die Kursmakler befugt. Die Fälle, in welchen sie von ihrem Selbsteintrittsrecht oder dem Rechte der Bürgschaftsleistung Gebrauch gemacht haben, sind täglich im Tagebuch übersichtlich zusammenzustellen. Um die Beobachtung dieser Vorschrift kontrollieren zu können, sind der Staatskommissär und die Maklerkammer jederzeit befugt, in die Hand- und Tagebücher der Kursmakler Einsicht zu nehmen. Kursmakler, welche ihre Pflichten verletzen, unterliegen der Disziplinarbestrafung durch die Maklerkammer, ausserdem unterstehen sie, wie alle Börsenbesucher, der Disziplinargewalt der Börsenbehörde und dem Ehrengericht. Ueber das Verfahren in Disziplinarsachen enthalten die §§ 32—40 des Erlasses detaillierte Vorschriften, die den allgemeinen Bestimmungen über das ehrengerichtliche Verfahren angepasst sind. —

Der zweite Punkt, in welchem das Reichsbörsengesetz mit den Ergebnissen der Börsenenquete übereinstimmt, ist die Beseitigung des Differenzeinwandes. Es wurde an früherer Stelle dargethan, dass unsre Judikatur über Differenzgeschäfte einerseits ein zur Bekämpfung des eigentlichen Börsenspieles unzureichendes Mittel ist, andrerseits gewissen börsenmässigen, durchaus berechtigten Termingeschäften die Klagbarkeit versagen müsste, endlich, dass sie eine so weitgehende Unsicherheit des Rechtszustandes und ein solches Misstrauen gegen die Gerichte in weiten Kreisen hervorgerufen hat, dass man nicht mit Unrecht bemerkte, die Geltendmachung des Spieleinwandes vor deutschen Gerichten sei selbst ein Spiel. Das Reichsbörsengesetz zeigt — erfreulicherweise und in völliger Uebereinstimmung mit den Ergebnissen der Börsenenquete — das Bestreben, diesem unleidlichen Zustande ein Ende zu machen, indem es den Einwand des Ausschlusses der Effektivlieferung bei solchen Börsentermingeschäften für unwirksam erklärt, welche überhaupt von im Sinne des Gesetzes zu Termingeschäften berechtigten Personen abgeschlossen worden sind. Die Versagung der Klagbarkeit der Differenzgeschäfte war aber bisher die einzige Schranke, welche den „reellen“ gegen den „unreellen“ Terminhandel abgrenzen sollte; diese Massregel genügte ihrem Zwecke nicht und soll daher durch

etwas andres ersetzt werden: Terminregister und Massregeln gegen den Börsenwucher.

Fassen wir zunächst das Terminregister ins Auge. Auf die allgemeinen Bedenken, welche gegen diese Einrichtung aus den Kreisen berufsmässiger Börsenleute — zum Teil durchaus mit Recht — erhoben werden, soll hier nicht näher eingegangen werden, da dieselben an andrer Stelle [1]) bereits dargelegt wurden. Wir beschränken uns deshalb hier darauf, zu prüfen, ob das Terminregister das geeignete Mittel ist, um Leute vom Börsenspiel abzuhalten, welche demselben nach ihrer wirtschaftlichen Lage und ihren sonstigen Eigenschaften unbedingt fern bleiben sollten. Der Registerzwang beruht auf folgender Erwägung: Einer grossen Anzahl von Personen, ja ganzen Berufsklassen ist infolge der Rücksichten, welche sie ihrer sozialen Stellung, ihrem Kredit oder andern persönlichen Verhältnissen schulden, die Beteiligung am Börsenspiel, das bis jetzt unter anderem in der Form des Terminhandels zu Tage trat, nur dann möglich, wenn sie es heimlich betreiben können. Statuiert man nun den Zwang der Oeffentlichkeit und versagt den von nichtregistrierten Personen abgeschlossenen Geschäften die Klagbarkeit, so wird es gelingen, eben diejenigen Leute, welche Grund haben, die Oeffentlichkeit zu scheuen, vom Börsenspiel fernzuhalten; gleichzeitig werden — so erwartet man weiter — die berufsmässigen Börsenleute sich hüten, mit derartigen Leuten Geschäfte abzuschliessen, wenn ihren hieraus entstehenden Forderungen der Rechtsschutz versagt ist. Dass in dieser Erwägung ein Kern von Berechtigung steckt und dass mit dieser Einrichtung in der That gewisse Wirkungen erzielt werden könnten, ist nicht zu leugnen. Die Aussichten auf den erhofften Erfolg werden aber angesichts der Ergebnisse der Börsenenquete um ein Bedeutendes herabgestimmt:

a) Zunächst gibt es gewisse Bevölkerungskreise, welche gewiss vom Börsenspiel fernzuhalten wären, aber durch Rücksichten der oben erwähnten Art nicht vom Registereintrag ab-

---

[1]) Siehe Münchener volkswirtsch. Studien 16. Stück, Pfleger und Gschwindt l. c. S. 182 ff.

gehalten werden, besonders nachdem die für die Eintragung zu entrichtenden „Gebühren“ im Börsengesetz eine erhebliche Herabminderung gegenüber den von der Enquetekommission vorgeschlagenen erfahren haben[1]); kleine Rentner, Krämer, manche Privatangestellte brauchen die Oeffentlichkeit der Registrierung nicht zu scheuen aus Rücksichten sozialer Natur; die zu entrichtenden Gebühren sind ausserdem zu niedrig, als dass sie diese Leute, wenn sie spekulieren wollen, abhalten könnten, sich eintragen zu lassen. In Zeiten der Spekulationslust, wo „alle Welt“, wie ein Sachverständiger sagt, spekulieren will, wird also auch trotz des Terminregisters ein nicht geringer Teil der sog. kleinen Leute unter den Spekulanten zu finden sein, nur mit dem Unterschiede, dass dann ihre Börsengeschäfte unbedingt rechtswirksam sind.

b) Neben den Leuten dieser Art stehen andre, für welche die Erwartungen des Gesetzgebers allerdings zutreffen, für welche der Registereintrag und die Veröffentlichung ihres Namens allerdings faktisch unmöglich wäre, z. B. Offiziere, höhere Staatsbeamte u. s. w. Wenn nun Leute dieser Kategorie — ohne in das Register eingetragen zu sein — Spekulationsgeschäfte eingehen, so entsteht die Frage: werden sie, wenn ihre Spekulationen fehlschlagen, nicht durch die gleichen Rücksichten, welche sie am Registereintrag gehindert haben, auch gehindert werden, sich auf die Rechtsunwirksamkeit ihrer Geschäfte zu berufen? Werden sie es nicht lieber unterlassen, sich durch Prozesse zu kompromittieren, welche ebenso in die Oeffentlichkeit dringen, wie der Registereintrag, und welche sie ausserdem noch mit dem Vorwurf belasten, sie seien nur wortbrüchig geworden, weil ihre Spekulationen fehlschlugen? Nach den Erhebungen der Börsenenquete wird man diese Frage durchaus bejahen müssen; denn es hat sich, wie wir gesehen haben, aus denselben ergeben, dass bereits heute die Zahl derjenigen, welche sich an Spekulationsgeschäften im stillen verbluten, sicherlich nicht geringer ist, als

[1]) Die Gebühr für den Registereintrag ist nach § 57 des Börsengesetzes 150 Mk.; für die Erneuerung bezw. Erhaltung des Eintrages sind für jedes folgende Kalenderjahr je 25 Mk. zu zahlen.

die Zahl derer, welche sich durch Geltendmachung des Differenzeinwandes der Erfüllung eingegangener Verbindlichkeiten zu entziehen suchen.

c) Weitere Zweifel an der Wirksamkeit des Börsenterminregisters gründen sich auf den internationalen Charakter des Wertpapierterminhandels. Bereits heute finden wir, dass ausländische Kommissionsfirmen durch Agenten, Zirkulare etc. um Kunden werben. Bereits heute spekulieren kleinere und grössere deutsche Kapitalisten an ausländischen Börsen in beträchtlichem Umfang und in den bedenklichsten Papieren, z. B. in Goldminenaktien dritter und vierter Qualität. Wie will man diese noch in den Anfängen begriffene Entwickelung bannen?

Nach dem Börsengesetz sollen die Bestimmungen bezüglich der von nichtregistrierten Personen abgeschlossenen Termingeschäfte auch dann Anwendung finden, wenn das Geschäft im Auslande geschlossen oder zu erfüllen ist. Dieser Passus hat offenbar nur den Sinn, dass der deutsche Richter, welcher in einem im Inlande angestrengten Prozesse zu entscheiden hat, nicht das Recht des im Auslande liegenden Erfüllungsortes, sondern das inländische Recht in Anwendung zu bringen, d. h. den von nichtregistrierten Personen abgeschlossenen Termingeschäften die Klagbarkeit zu versagen habe. Dagegen wird ein deutsches Gericht auch denjenigen Urteilen des Auslandes die Vollstreckbarkeit zuerkennen müssen, welche auf Zahlung aus nach deutschem Recht unklagbaren Börsentermingeschäften verurteilen, sofern mit dem betreffenden Lande die Gegenseitigkeit hinsichtlich des Erlasses von Vollstreckungsurteilen verbürgt ist. Wenn ferner im Börsengesetz gesagt ist, die Unwirksamkeit der Termingeschäfte, welche von nicht in das Börsenregister eingetragenen Personen abgeschlossen wurden, solle sich auf die abgegebenen Schuldanerkenntnisse und die bestellten Sicherheiten erstrecken, so ist die letztere Bestimmung wenigstens, einem ausländischen Kommissionär gegenüber, wirkungslos. Denn man kann doch nicht ausländische Bankiers durch ein deutsches Gesetz zwingen, die von ihren deutschen Kunden empfangenen Einschüsse zurückzugeben. Der Erscheinung, dass Deutsche an ausländischen Börsen spekulieren, wird also das Börsengesetz wenig Eintrag

thun, ja man darf annehmen, dass diese Entwickelung unter den sonstigen Bestimmungen des neuen Börsengesetzes noch weit grössere Dimensionen annehmen wird.

d) Unbedingt wirkungslos ist der Registerzwang ferner gegen das Börsenspiel auf dem Kassamarkt. Diesem hat die Enquetekommission, wie das Reichsbörsengesetz, durchaus nicht die genügende Beachtung geschenkt, während seitens der vernommenen Sachverständigen doch die Annahme so nahe gelegt wurde, das Börsenspiel dieser Art könne mit jeder Einschränkung des Terminhandels an Bedeutung gewinnen Wenn sich die Spekulation bisher auch vorwiegend des Terminhandels bedient hat, so ist doch das Kassageschäft hierzu nicht viel weniger geeignet. In beiden Formen können sich die gleichen Erscheinungen zeigen: Kauf von Effekten, für welche der Käufer den Kaufpreis nicht besitzt, Verkauf von Stücken, die der Verkäufer nicht zu besitzen braucht; nur findet im Terminhandel die Begleichung der Preisdifferenzen und die Entrichtung der Report- und Deportbeträge am Ultimo statt, während dies im spekulativen Kassageschäft täglich geschieht, die Prolongation findet dort jeweils auf einen Monat, hier jeweils auf einen Tag statt. Die Ansicht, man könne mit Hilfe des Kassageschäftes nur à la hausse spekulieren und der Umfang dieser Geschäfte sei von dem jeweils am Markte vorhandenen Betrag des betreffenden Papieres abhängig, ist nur richtig, solange sich die Spekulanten des echten Lombardgeschäftes bedienen. Dagegen ist es, wie wir gesehen haben, mit Hilfe des unechten Lombardgeschäftes möglich, fast ganz die gleichen Wirkungen zu erzielen, wie mit Hilfe des Terminhandels. Das unechte Lombardgeschäft ist auch nach dem neuen Depotgesetz noch möglich, da sich der Kommissionär für jedes einzelne Geschäft von der Nummernaufgabe entbinden lassen darf; der Bankier, welcher Geschäfte, wie wir sie an früherer Stelle kennen gelernt haben, auch ferner vermitteln will, braucht sich somit für die Erteilung von Börsenaufträgen nur ein neues Formular mit dem Vermerk der Verzichtleistung auf Nummernaufgabe drucken zu lassen. Die Kunden, welche spekulieren wollen und keine andere Möglichkeit hierzu finden, werden dieses Formular unterschreiben, ohne sich einen Moment zu besinnen.

Ferner vermag das handelsrechtliche Lieferungsgeschäft den Terminhandel fast völlig zu ersetzen. Die Art, wie sich seit 1. Januar 1897 die Kommissionäre über die dem Abschluss von Termingeschäften bereiteten Schwierigkeiten hinwegsetzen, ist geradezu verblüffend einfach.

Angenommen, es zahle jemand seinem Bankier 10000 Mk. und erteile ihm gleichzeitig den Auftrag, 15000 Mk. Diskontokommanditanteile — lieferbar ultimo Februar — zu kaufen, so schreibt ihm dieser die eingeschossenen 10000 Mk. gut, berechnet ihm die betreffenden Papiere zum Kassakurs des Ausführungstages zuzüglich der „laufenden" usancemässigen Zinsen bis 1. Februar und belastet ihn für den Gesamtbetrag; von diesem wird alsdann für die Zeit vom 1. Februar bis ultimo Februar Zins zu einem Prozentsatze, der etwas höher ist als der usancemässige („Stück"-) Zins — gewöhnlich 1 % über dem Diskontosatze der Reichsbank — berechnet. Eine eventuell notwendige Prolongation dieses Geschäftes vollzieht sich ebenso einfach wie beim Termingeschäft. Bei Blankoverkäufen erfolgt die Berechnung in gleicher Weise. Erteilt jemand seinem Bankier den Auftrag, 15000 Mk. Diskontokommanditanteile — lieferbar ultimo Februar — zu verkaufen, so berechnet dieser die betreffenden Effekten ebenfalls zum Kassakurs des Ausführungstages zuzüglich der „laufenden" usancemässigen Zinsen bis 1. Februar, schreibt ihm diesen Betrag gut und vergütet ihm hiervon Zins zu einem Prozentsatze, der niedriger ist als der usancemässige Zinsfuss — gewöhnlich 1 % unter dem Diskontosatze der Reichsbank. Der Kommissionär bezieht also ausser seiner Provision noch einen Gewinn an Zinsen für die Vermittelung von Geschäften, welche sich von den bisherigen börsenmässigen Termingeschäften nur durch etwas schwerfälligere Form und grössere Gefahr für den Spekulanten unterscheiden.

Eine Massregel, welche, wie das Börsenregister, lediglich gegen den Terminhandel gerichtet ist, trifft nur die Form, nicht das Wesen des Börsenspieles und kann nicht als wirksames Mittel gelten, um diejenigen Bevölkerungskreise vor Vermögensverlusten zu bewahren, welche der Gesetzgeber hiergegen zu schützen beabsichtigte. Aus demselben Grunde ist auch das

Verbot des Terminhandels in bestimmten Papieren wirkungslos, sobald sich die Spekulationslust auf sie wirft und sich zur Erreichung ihrer Zwecke des Kassageschäftes in der früher geschilderten Form oder des Lieferungsgeschäftes bedient. Dann werden diese Papiere viel gefährlichere Spielobjekte, als sie bisher, wo Terminhandel bestand, waren. Trotzdem verbietet das Reichsbörsengesetz den Terminhandel in den Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen. Ursprünglich fand sich im Reichstage wohl für das Verbot des Getreideterminhandels eine Majorität, aber nicht für die Beseitigung des Terminhandels in den bezeichneten Anteilscheinen. Erst unter dem Eindruck der Beschwerden, welche seitens der betreffenden Unternehmungen erhoben wurden, war auch für dieses Verbot eine Majorität zu gewinnen. Ausser der Rücksicht auf die Fabrik- und Bergwerksunternehmungen selbst wurde geltend gemacht, der Terminhandel in diesen Anteilscheinen habe für den internationalen Zahlungsverkehr wenig Bedeutung. Demgegenüber wurde in der Börsenenquete festgestellt, dass auch diese Wertpapiere — wenn sie an einer ausländischen Börse zugleich gehandelt werden, dem internationalen Zahlungsverkehr dienen. Ausserdem wäre aber zu bedenken gewesen, dass es nicht der Terminhandel, sondern die — auch im Kassa- und handelsrechtlichen Lieferungsgeschäft mögliche — Spekulation überhaupt ist, welche die betreffenden Interessenten zu den erhobenen Beschwerden veranlasst hat.

Dieses im Gesetz ausgesprochene Verbot des Terminhandels und die Einführung des Terminregisters stehen somit nicht im Einklang mit den Ergebnissen der Börsenenquete, weil sie die Form des Börsenspieles mit dem Wesen desselben verwechseln. Die Schranken, welche hier dem Börsenspiel gezogen sind, werden besten Falls für den Anfang und nur für kurze Zeit einige Wirkung thun, bis die beteiligten Kreise die geeigneten Mittel gefunden haben, sich darüber hinwegzusetzen.

Die zweite Institution, welche Ersatz für die Beseitigung des Differenzeinwandes bieten soll, ist die kriminelle Ahndung des Börsenwuchers. Unter Strafe gestellt wird, wer

in gewinnsüchtiger Absicht andere unter Ausbeutung ihrer Unerfahrenheit oder ihres Leichtsinnes zu Börsenspekulationsgeschäften verleitet, welche nicht zu ihrem Gewerbebetrieb gehören. Im Thatbestande des Börsenwucherdeliktes, der übrigens im Börsengesetz eine präzisere Fassung erhalten hat als in den Enquetebeschlüssen, liegt Analogie mit dem Wucher unverkennbar vor: gewinnsüchtiger und gewohnheitsmässiger Missbrauch der stärkeren Kraft zum Verderben leichtsinniger oder unerfahrener Personen. Wenn auch in dem Sachverständigenverhör der Börsenenquete hie und da die Befürchtung laut wurde, eine solche Strafbestimmung könne auch bei der vorsichtigsten Fassung jedem, dessen Spekulationen fehlschlagen, eine willkommene Handhabe zu Denunziationen und Erpressungen bieten, so hielten doch die sämtlichen vernommenen Sachverständigen den Geschäftsbetrieb gewisser Kommissionäre, welchem man hier entgegentreten will, durchaus für verwerflich und weitaus die Mehrzahl sprach sich für die vorgeschlagene Ergänzung des Strafgesetzbuches aus, so dass in dieser Frage das Reichsbörsengesetz sehr wohl als auf dem Boden der Enqueteergebnisse stehend gelten kann.

II. Die dritte wichtige Neuerung, welche wir im Reichsbörsengesetz ins Auge zu fassen haben, ist der Versuch der Festlegung der rechtlichen Haftung der Emissionshäuser für die Angaben ihrer Prospekte. —

Angesichts der Verluste, welche das deutsche Kapital an Wertpapieren, besonders an ausländischen, erlitten hat, warf man in der Börsenenquete die Frage auf, ob es nicht möglich sei, die Emissionshäuser für die durch ihre Emissionen herbeigeführte Schädigung des Volkswohlstandes ersatzpflichtig zu machen.

Die Debatten hierüber nehmen in den Veröffentlichungen der Enquete einen sehr grossen Raum ein und haben bedeutende Meinungsverschiedenheiten über die Grenzen, innerhalb welcher eine Haftung der Emissionshäuser möglich wäre, zu Tage gefördert. Die Einwendungen gegen eine zu weitgehende Haftung — die als negative Ergebnisse dieses Teiles des Sachverständigenverhöres bezeichnet werden können — gebe ich im folgenden wieder, was dagegen an positiven Vorschlägen

geliefert wurde, ist zum grössten Teil für die Reform fast wertlos, weil sich bei der grossen Mehrzahl von Sachverständigen ein solcher Mangel an juristischer Bildung zeigte, dass man ruhig behaupten kann, sie seien sich der Tragweite ihrer Postulate vielfach nicht bewusst gewesen. Für die Festlegung der Haftung der Emissionshäuser konnten zwei verschiedene Wege in Betracht kommen, von denen jeder einzelne wieder mannigfache Modifikationen zuliess. Einerseits konnte man den Emissionsfirmen eine materielle Haftung für die Bonität der von ihnen emittierten Papiere auflegen, so dass also, wenn beispielsweise ein Staat — gleichviel aus welchen Gründen — den vertragsmässigen Verpflichtungen gegen seine Gläubiger nicht mehr nachkommt, das Emissionshaus, welches den deutschen Kapitalisten die betreffenden Staatsschuldverschreibungen verkauft hat, an Stelle des insolventen Staates dessen Verpflichtungen zur Zinszahlung, Kapitalsrückzahlung etc. übernehmen müsste. Angesichts der Enqueteergebnisse hat man die Statuierung einer so weitgehenden Haftung im Börsengesetz mit Recht unterlassen und den zweiten Weg eingeschlagen: die Statuierung einer formellen Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben des Prospektes. Man hatte sehr wohl eingesehen, dass die Banken, welche argentinische, portugiesische Anleihen etc. in Verkehr gebracht haben, nicht dolos vorgegangen sind und dass daher die Haftung der Emissionshäuser — wenn sie praktische Bedeutung gewinnen sollte — sich nicht auf gewollte Schädigung des Publikums beschränken dürfe, sondern sich auch auf Verschulden bestehend in der Unterlassung einer ausreichenden Prüfung der Richtigkeit und Vollständigkeit des dem Publikum zur Beurteilung der Bonität des betreffenden Papieres gebotenen Thatsachenmateriales erstrecken müsse. Aber auch gegen eine so allgemein gehaltene Fassung der Haftung wurden erhebliche Einwände vorgebracht.

Ausser dem, was an früherer Stelle gesagt wurde über die Sorgfalt, mit welcher die Emissionsbanken schon aus Rücksicht auf ihren Emissionskredit vorgehen müssen, und über die technischen Schwierigkeiten, auf welche sie bei der Prüfung der Richtigkeit und Vollständigkeit der ihnen selbst

gemachten Angaben stossen, kommt hier noch folgendes in Betracht. Zunächst erwarten die Vertreter grosser Emissionsinstitute von einer wesentlich über dolus hinausgehenden Haftbarkeit einen unsolideren Betrieb des Emissionsgeschäftes [1]). Grosse Banken würden im Laufe der Zeit für viele Milliarden haftbar; ihr Risiko würde ins Ungeheure wachsen. Aber dem grösseren Risiko muss allenthalben im Erwerbsleben ein grösserer Gewinn entsprechen. Man würde also danach trachten, das Emissionsgeschäft einträglicher zu gestalten, indem man eine möglichst grosse Differenz zwischen Uebernahme- und Emissionskurs zu erzielen sucht. Wahrscheinlich aber würden die angesehenen heutigen Emissionshäuser diesen Geschäftszweig ganz fallen lassen, wie sich bereits jetzt seit der Aktiengesetznovelle eine Reihe von Bankfirmen aller Aktienemissionen enthalten. An Stelle der heutigen Emissionsbanken würden sich also sehr wahrscheinlich weniger solide Firmen, welche — weil sie nichts zu verlieren haben — ruhig ein grosses Risiko übernehmen könnten, mit dem Emissionsgeschäft befassen [2]). Diese Bankhäuser fänden dann auch wohl Mittel und Wege sich der Verantwortlichkeit zu entziehen, z. B. durch Vorschieben von Strohmännern als Emittenten oder ersten Erwerbern. Es bedarf keines weiteren Beweises, dass bei einer solchen Entwickelung die deutschen Banken und Börsen ihre Bedeutung für das Emissionsgeschäft verlieren würden. Dieser Geschäftszweig würde ins Ausland verdrängt, ohne dass jedoch das deutsche Publikum von der Vermögensanlage in den dort emittierten Wertpapieren abgehalten werden könnte. Der Haftbarkeit für den Prospekt kann sich ein Emissionshaus aber auch sehr einfach entziehen, indem es die Aufstellung eines solchen und die Beantragung der Zulassung der emittierten Papiere zum Börsenhandel unterlässt, womit alle früher behandelten Nachteile des nichtbörsenmässigen Handels in Erscheinung treten. Schliesslich würde die Statuierung der Haftbarkeit für Fahrlässigkeit die Emissionshäuser auch einer gefährlichen

---

[1]) Z. B. Winterfeldt S. 408.

[2]) So Russell S. 378, Winterfeldt S. 408, Schinckel S. 1129, Finck S. 1231 u. a.

Rechtsunsicherheit aussetzen. In den Verhältnissen eines im Augenblick der Emission unbedingt kreditwürdig erscheinenden Staates oder Unternehmens kann durch betrügerische Verwaltung, Handelskrisen, Revolution, Krieg, Unglücksfälle aller Art eine unvorhergesehene Aenderung eintreten. Nach Eintritt der Katastrophe wird der Kundige die Ursachen und den Zusammenhang der Ereignisse zu erkennen glauben und zu der Ansicht geneigt sein, man habe bei richtiger Prüfung die Entwickelung der Dinge voraussehen müssen. Diese Beurteilung ex post könnte eine bedenkliche Unsicherheit in unsren Rechtszustand bringen [1]). Solche und ähnliche Argumente der in der Enquete gehörten Sachverständigen sind offenbar nicht ohne Eindruck auf die Enquetekommission geblieben; denn sie hat in ihren Beschlüssen die Bestimmungen über die Haftung der Emissionshäuser vorsichtig zu formulieren und gewissenhaft zu umgrenzen gesucht und das Reichsbörsengesetz hat sich diesem Standpunkt angeschlossen. Leider ist jedoch die Formulierung der richtigen, dem Gesetzgeber vorschwebenden Idee keineswegs präzis.

Die Voraussetzungen der im Börsengesetz statuierten Haftung sind, dass die im Prospekt gemachten Angaben, welche für die Beurteilung des betreffenden Wertpapieres von Wichtigkeit sind, entweder unrichtig oder infolge der Fortlassung wesentlicher Thatsachen unvollständig sind. Was hier unter wesentlichen Thatsachen zu verstehen ist, unterliegt dem richterlichen Ermessen. Die weitere Voraussetzung ist, dass das Emissionshaus die Unrichtigkeit der Angaben gekannt hat, oder ohne grobes Verschulden kennen musste, oder dass die Unvollständigkeit der Angaben auf böslichem Verschweigen oder auf böslicher Unterlassung einer ausreichenden Prüfung beruht. Der mehrfach im Handelsgesetzbuch vorkommende Begriff der Böslichkeit hat also auch hier Verwendung gefunden. Mit Böslichkeit bezeichnet man jenen frevelhaften Mutwillen, welcher zwar die herbeigeführte Beschädigung nicht beabsichtigte, andererseits aber auch nicht ohne Bewusstsein der damit verbundenen Gefahr gehandelt hat. Schon aus der Definition

---

[1]) Keyssner S. 395, Königs S. 1910.

des Begriffes dürfte ersichtlich sein, wie schwer es ist, für den einzelnen konkreten Fall festzustellen, ob sich ein Emissionshaus der Böslichkeit in der Verabsäumung einer ausreichenden Prüfung schuldig gemacht hat oder nicht, wenn man bedenkt, dass diese Frage meist erst einige Jahre nach der Emission an den Richter herantritt. Sind demnach auch die Voraussetzungen der Haftung nicht besonders glücklich gewählt, so muss doch anerkannt werden, dass sich der Gesetzgeber bemüht hat, hinsichtlich des Inhalts der Ersatzpflicht, der Berechtigung und Verpflichtung zum Ersatz und der Verjährung der Ersatzansprüche gewisse Grenzen zu ziehen. Die Ersatzpflicht hat eine von den im Prospekt gemachten Angaben abweichende Sachlage zur Voraussetzung, trifft alle Emittenten solidarisch, soll aber beschränkt sein auf diejenigen Stücke, welche auf Grund des Prospektes zugelassen und von dem Besitzer auf Grund eines im Inlande abgeschlossenen Geschäftes erworben sind. Auch diese Bestimmung hat ihre Schattenseiten: sie wird zu einer Erschwerung der Arbitrage und des internationalen Zahlungsverkehres führen. Bei Wertpapieren, welche in Berlin, London und Paris zugleich emittiert wurden, wird man diejenigen Stücke, für welche kein deutsches Emissionshaus haftet, in Deutschland nicht kaufen wollen, man wird sie an den deutschen Börsen nicht für lieferungsfähig erklären. — Auch in der präzisen Beantwortung der Frage: „Wer ist ersatzpflichtig?“ weist das Gesetz nicht unerhebliche Mängel auf — sicherlich wiederum eine Folge der wenig gründlichen Behandlung der Emissionstechnik in der Börsenenquete. Ersatzpflichtig sollen nach dem Börsengesetz erstens diejenigen sein, „welche den Prospekt erlassen haben“, zweitens diejenigen, „von denen der Erlass des Prospektes ausgeht“; unter den letzteren sind nach dem Kommissionsbericht [1]) diejenigen zu verstehen, welche hinter dem Prospekt stehen, d. h. welche sich der Unterzeichner nur als vorgeschobener Strohmänner bedienen. Nach diesen Bestimmungen ist es äusserst unklar, wer bei der herrschenden Emissions-

[1]) Bericht der IX. Kommission zur Vorberatung des Entwurfes eines Börsengesetzes — Nr. 14 der Drucksachen des Reichstages S. 28.

technik als ersatzpflichtig gilt? Ist es das Emissionsyndikat allein? Oder sind es auch alle am Schlusse des Prospektes genannten Zeichnungsstellen und die Provinzialbankhäuser, welche vom Emissionssyndikat diesen wieder Unterbeteiligungen empfangen haben und ebenfalls auf Grund des Prospektes die betreffenden Papiere in Verkehr bringen? Wären diese Unterbeteiligten nicht auch ersatzpflichtig, so würden sie am Gewinn der Emission partizipieren, ohne an dem mit der Haftung verbundenen Risiko teilzuhaben. Wie will man sie aber andrerseits haftbar machen, wenn sie weder den Prospekt erlassen haben, noch zu denjenigen gehören, von welchen der Prospekt ausgeht? Die Folge dieser Unklarheit wird sein, dass die grossen Emissionsfirmen, wenn sie allein das Risiko zu tragen haben, auch allein den Gewinn einstecken wollen und noch mehr zur Gründung von Filialen in der Provinz übergehen und das mittlere und kleinere Bankgewerbe allmählich völlig verdrängen.

Die übrigen, das Emissionswesen betreffenden Vorschriften des Börsengesetzes bedeuten teils eine Verallgemeinerung bisher bereits an den grossen Börsen bestehender Einrichtungen, teils eine vorsichtige Weiterbildung solcher mit Ausnahme eines Punktes, der unsre Aufmerksamkeit auf sich zieht: die Zulassungsstelle für Wertpapiere zum Börsenhandel soll mindestens zur Hälfte aus Leuten bestehen, welche nicht ins Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind. Wollte man mit dieser Bestimmung das gleiche Ziel erreichen wie die Enquetekommission mit dem Beschluss, es sollten „neben den Emissions- und Bankinteressen auch die Interessen der Gesamtheit, insbesondere des kaufenden Publikums“ in der Zulassungsstelle vertreten sein, so entstehen doch einige Zweifel, ob diese Vorschrift des Börsengesetzes ihr Ziel erreicht. Einerseits können Grosskapitalisten, besonders Kaufleute, welche sich von den Geschäften zurückgezogen haben, in das Terminregister eingetragen und dadurch von der Zulassungsstelle ausgeschlossen sein, obwohl sie vielleicht sehr geeignete Vertreter des kaufenden Publikums wären; andrerseits können in die Zulassungsstelle Leute gewählt werden, welche nicht in das Terminregister eingetragen sind, dennoch aber nur als Vertreter der Emissions-

und Bankinteressen gelten können, wie z. B. die Direktoren und Aufsichtsräte von Banken. Sollte sich aber — von diesen Möglichkeiten abgesehen — die Handhabung dieser Vorschrift so gestalten, dass in der Zulassungsstelle die Hälfte der Mitglieder aus Leuten bestünde, welche dem berufsmässigen Wertpapierhandel und dem Emissionswesen fernstehen, so wäre dies nach den Ergebnissen der Börsenenquete ein bedenklicher Zustand. Der Plan, ausser Börsenleuten, welche die Interessen der Emissionshäuser vertreten, auch Industrielle und Grosskapitalisten, welche die Interessen des kapitalanlegenden Publikums wahren sollen, und endlich Männer der Wissenschaft, welche über den Interessengegensätzen des gewerblichen Lebens stehen, mit der Entscheidung über die Zulassung von Wertpapieren zu betrauen, ist — auch nach Ansicht der in der Enquete vernommenen Sachverständigen — an sich gewiss gut. Aber in der Praxis stösst das Projekt auf Schwierigkeiten [1]).

Das Amt eines Börsenkommissärs (im Reichsbörsengesetz: Mitgliedes der „Zulassungsstelle") erfordert viel Arbeit und es ist nicht anzunehmen, dass die Neigung zu nicht honorierter, zeitraubender Thätigkeit in der Ordnung von Börsenangelegenheiten in den ausserhalb der Börse stehenden Kreisen grösser ist als unter den berufsmässigen Börsenleuten. Wenigstens haben die Bemühungen des Berliner Aeltestenkollegiums, das Börsenkommissariat in dem angedeutetem Sinn zu erweitern, wenig Erfolg gehabt. Ferner erfordert das Amt eines Börsenkommissärs auch ein nicht geringes Mass von Sachkenntnis; Mitglieder der Zulassungsstelle, welche diese Sachkenntnis in nicht genügendem Grade besitzen, werden sich vielleicht gerade in den wichtigsten Fragen von einigen Interessenten in ihrem Urteil bestimmen lassen. Wenn nun nicht nur einige Mitglieder, sondern gleich die Hälfte des ganzen Kollegiums möglicherweise aus Leuten bestehen sollte, denen es teils an Interesse, teils an Sachkunde fehlt, so wäre dies gewiss ein Zustand, der sich weder für die Börse noch für das Publikum von Vorteil erweisen würde. Die Befürchtungen, welche

---

[1]) Vgl. Frentzel S. 1043 ff., Dr. Siemens S. 1888.

man in dieser Hinsicht etwa hegen könnte, werden verringert, wenn man sich die Gestaltung der Zulassungsstellen nach den neuen Börsenordnungen vergegenwärtigt. Dafür ist aber auch die Frage, wie eine geeignete Vertretung des kaufenden Publikums in diesen Börsenorganen zu schaffen sei, ungelöst geblieben.

In Berlin soll die Zulassung von Wertpapieren erfolgen durch eine von den Aeltesten der Kaufmannschaft zu ernennende Kommission von 22 Mitgliedern, von welchen mindestens 11 nicht ins Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind. Mitglieder, welche an der Einführung eines Wertpapieres beteiligt sind, sollen von der Beratung und Beschlussfassung über die Zulassung ausgeschlossen sein und werden durch Stellvertreter ersetzt. Die Zulassungsstelle ist beschlussfähig, wenn 9 Mitglieder oder Stellvertreter anwesend sind.

In Frankfurt a. M. wird die Zulassungsstelle künftig von der Handelskammer ernannt und soll aus 6 wirklichen und 3 stellvertretenden Mitgliedern bestehen; von den ersteren dürfen nur 3 Mitglieder, von letzteren nur eines in das Börsenregister eingetragen sein.

In Hamburg ist die Zulassungsstelle die „Sachverständigenkommission für den Effektenhandel“, sofern sie der Bestimmung des Börsengesetzes entspricht, dass mindestens die Hälfte ihrer Mitglieder nicht in das Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind. Ist dieser Bedingung nicht genügt, so besteht die Zulassungsstelle aus den Mitgliedern der Sachverständigenkommission und so viel anderen nicht ins Börsenregister für Wertpapiere eingetragenen Personen, als zur Erfüllung der Bedingung erforderlich sind. Die Sachverständigenkommission für den Effektenhandel bildet zugleich den Vorstand der Wertpapierbörse, wird von der Handelskammer ernannt und besteht aus 9 Personen, die am Wertpapierhandel und dreien, die am Handel in Wechseln, Geld oder Edelmetall beteiligt sind.

Noch einer bei Erörterung des Emissionswesens in der Enquete hervorgetretenen wertvollen Anregung ist hier zu gedenken. Es wurde nämlich von den vernommenen Press-

vertretern[1]) der dringende Wunsch ausgesprochen, es möchten Einrichtungen geschaffen werden, durch welche der Presse eine gesichertere rechtliche Stellung und die Möglichkeit eingehenderer Information über die verschiedenen Unternehmungen des Handels und der Industrie gewährleistet würde, damit sie ihrer Aufgabe, gerade den mittleren und unteren Klassen bei ihren Vermögensanlagen ein sachkundiger Berater und Warner zu sein, in höherem Grade als bisher gerecht werden könnten. Schon die Enquetekommission hatte dieser berechtigten Forderung sehr wenig Rechnung getragen; denn sie begnügte sich damit, in ihrem Bericht einen „fast leidenschaftlichen Aufruf", wie Ring treffend sagt, an die Presse zu richten, vermied es aber ängstlich, irgend welche positiven Reformvorschläge in ihre „Beschlüsse" aufzunehmen. Das Börsengesetz ist in dieser Frage noch etwas weiter — in negativem Sinne — gegangen und hat der Rechte und Pflichten der Presse bei Emissionen von Wertpapieren mit keinem Worte gedacht.

III. Eine grössere Uebereinstimmung des Reichsbörsengesetzes mit den Enqueteergebnissen als auf dem Gebiete des Emissionswesens zeigt sich in der Behandlung des Kommissionsgeschäftes. Von einer grundsätzlichen Umgestaltung desselben, also vor allem von der — an sich so wünschenswerten — Trennung des Kommissions- vom Proprehandel ist sowohl in den Beschlüssen der Börsenkommission wie im Reichsbörsengesetz abgesehen, sicherlich unter dem Eindruck der Enqueteergebnisse, welche gezeigt haben, dass eine solche Massregel nichts weiter bedeuten würde als die völlige Beseitigung des Kommissionsgeschäftes. Der Erfolg wäre nach den Ausführungen der Sachverständigen[2]) der, dass die Bankfirmen nur noch Eigenhandel treiben und einfach ihren Kunden mitteilen würden: „Wir machen keine Kommissionsgeschäfte mehr, wir nehmen nur Offerten an und geben solche ab." „Dann wird

---

[1]) Siehe V. Ring, „Die Börsenenquete" (Archiv für bürgerliches Recht 1894 Bd. 8 S. 307 ff.) und die dort zitierten Sachverständigen. — Vgl. auch die Cohnstaedtsche Broschüre „Die Vorschläge der Börsenenquetekommission".

[2]) Vgl. besonders Winterfeldt S. 601.

sich," sagt Winterfeldt, „der Verkehr dahin entwickeln, dass, statt dass jemand schreibt: ‚Kaufen Sie für mich an der Börse so und so viel', er nun schreiben wird: ‚Wenn Sie mir zu dem niedrigsten Tageskurs das abgeben wollen, so bin ich bereit, es anzunehmen; wenn Sie von mir das kaufen wollen zum höchsten Kurs, bin ich bereit, es abzugeben.' Das Geschäft würde sich anders gestalten, aber ich wüsste kein Mittel, wie man im Wege der Gesetzgebung den Bankier zwingen wollte, vom Propregeschäfte abzugehen." Mit Recht hat es also das Reichsbörsengesetz unterlassen, die Arbeitsteilung zwischen Börsenkommissionär und Börsenhändler durch Bestimmungen herbeiführen zu wollen, welche ihren Zweck verfehlt haben würden. Nicht mit dem gleichen Rechte ist eine andere in den Erhebungen der Enquete hervorgetretene und hier zu behandelnde Anregung im Reichsbörsengesetz völlig unbeachtet gelassen worden, nämlich der Cohn'sche Vorschlag, für geeignete Vermögensanlage der unteren und mittleren Bevölkerungsschichten passende Gelegenheit an möglichst vielen Plätzen zu schaffen. Schon die Enquetekommission hatte diesem Antrag wenig Sympathie entgegengebracht; das Reichsbörsengesetz hat ihn völlig ignoriert, obwohl die eingehenden und sachlichen Ausführungen Cohns[1]), auf die an dieser Stelle verwiesen sei, gewiss Beachtung verdient hätten.

Die Enquetekommissionsbeschlüsse und das ihnen hierin folgende Börsengesetz beschränken sich in ihren Vorschriften über das Kommissionsgeschäft auf das formal-juristische Gebiet. Es sollen Kautelen geschaffen werden gegen Missbrauch des Selbsteintritts- und des Pfandrechts des Kommissionärs; ihre Ergänzung finden diese Schutzmassregeln in Strafbestimmungen für Untreue des Kommissionärs und im Depotgesetz. Begnügt man sich mit dem hier eingenommenen formalrechtlichen Standpunkt, so muss man anerkennen, dass die hier in Betracht kommenden Bestimmungen der beiden Gesetze zum Teil ganz vortrefflich sind und eine Klarheit in den bisher so verworrenen Rechtszustand dieses Gebietes bringen, welche allein schon

[1]) Vgl. besonders Cohn, „Beiträge zur deutschen Börsenreform" S. 97 ff.

als erfreulicher Fortschritt gelten muss. Jedoch darf man sich von der Wirksamkeit der beiden Gesetze gegenüber dem Geschäftsgebaren unreeller Kommissionäre nicht allzuviel versprechen. Wir haben am Schlusse des Kapitels „Kommissionsgeschäft“ einen Geschäftsverkehr kennen gelernt, der von den neuen Gesetzesparagraphen nicht getroffen wird und sich dennoch als Kette „fiktiver“ Vorgänge darstellt. Erteilt ein Kunde A einem Bankier B unter Zahlung von 1000 Mk. Einschuss den Auftrag, 10000 Mk. eines Papieres zu kaufen und entbindet denselben für diesen Auftrag — was nach dem Depotgesetz statthaft ist — ausdrücklich von der Nummernaufgabe, so kann B das Geschäft „in sich“ machen, d. h. er kauft die Papiere nicht, besitzt sie aber auch nicht. Ist der Einschuss durch Kursveränderungen aufgezehrt und die Aufforderung zur Nachschussleistung erfolglos geblieben, so erfolgt ein „fiktiver“ Pfandverkauf, der auch fernerhin noch möglich ist, da der Wienersche Antrag nicht durchdrang, es solle die Bescheinigung über den erfolgten Verkauf dahin ausgedehnt werden, dass die Bezeichnung der Stücke erfolgen müsse. Wir sehen, der unreelle Kommissionär braucht sich durch die neuen Gesetze nicht wesentlich in seinem Geschäftsbetrieb beirren zu lassen, und gewinnen hieraus die Ueberzeugung, dass die formalrechtliche Regelung dieser Materie nicht ausreicht, um Missstände schlimmster Art zu beseitigen. Der Sitz der Schäden lag, wie schon aus den thatsächlichen Feststellungen ersichtlich war, in erster Linie nicht im formalen Recht, sondern in der Qualität gewisser Kommissionäre und die Reform muss deshalb aus einer andern Richtung in Angriff genommen werden. „Werden,“ sagt Weber[1]) sehr treffend, „ungeeignete, zur Teilnahme am Börsenverkehr nicht berufene Elemente überhaupt zugelassen, so nützen Repressivmassnahmen nichts mehr.“ Sehen wir ob diese Erkenntnis im Reichsbörsengesetz zum Durchbruch gekommen ist.

IV. Die Frage, welche Leute am Börsenverkehr teilnehmen können, von welchen Grundsätzen und Geschäftsmaximen ihr

---

[1]) Weber, „Die Börsenenquete“ (Zeitschrift für das ges. Handelsrecht Bd. 43 S. 138).

Verkehr beherrscht wird, ist in erster Linie abhängig von der Frage der Börsenverfassung. Bei Betrachtung der Börsen der gesamten Kulturwelt fanden wir — abgesehen von den hanseatischen Börsen, die sich als völlig freie Märkte darstellen — zwei grosse Kategorien: eine Kategorie von Börsen, deren Entwickelung und heutige Gestaltung von mehr oder weniger weitgehender Staatsaufsicht und polizeilichem Eingreifen beeinflusst war, und eine zweite Art von Börsen, welche — vom Staate weder gefördert, noch gehemmt — aus sich selbst entstandene Organisationen berufsmässiger Börsenleute bedeuten und auf dem Wege der Selbstzucht das zu erreichen suchten, was man anderswo als Aufgabe des Staates ansah. Der reinste Typus für die erstere Gattung ist die Wiener Börse, für die letztere die Londoner Stock Exchange. Die — an früherer Stelle[1]) eingehender dargestellten — Einrichtungen dieser Börsen waren es denn auch, auf welche die Börsenenquete in erster Linie ihr Augenmerk richtete. Zunächst die Wiener Börse: In allen Verwaltungsangelegenheiten ist sie unmittelbar der politischen Landesbehörde unterstellt; ausserdem untersteht sie der Oberaufsicht eines vom Handels- und Finanzminister gemeinsam ernannten Börsenkommissars, welcher die Ausführung aller Börsenvorschriften überwacht, Missbräuche zu rügen und, wenn nicht sogleich Abhilfe erfolgt, deren Beseitigung im Wege der politischen Landesbehörde zu bewirken hat; der Börsenkommissär wohnt allen Beratungen der Börsenleitung bei und kann deren Beschlüsse nach seinem Ermessen bis auf weiteres sistieren. Im Hinblick auf diese Zustände legte man in der Börsenenquete den Sachverständigen die Frage vor: „Sollen bestimmte staatliche Organe (Staatskommissarien) mit der Aufsicht über die Börse betraut, und welche Funktionen sollen ihnen dabei übertragen werden?“ Dicht daneben stand die Frage, welche die Anschauungen völlig entgegengesetzter Wirtschaftspolitik zum Ausdruck brachte: „Ist eine korporative Verfassung vielleicht der Weg, auf dem eine Reform zu suchen wäre?“ Damit war hingewiesen auf die Lon-

---

[1]) Siehe Münchener volkswirtsch. Studien 15. Stück, Pfleger und Gschwindt l. c. S. 79 ff.

doner Stock Exchange, die sich von den Börsen der übrigen europäischen Kulturwelt unterscheidet durch ihre streng durchgeführte Arbeitsteilung, vor allem aber durch ihre genossenschaftliche Organisation; sie ist ein Privatklub, der nicht mehr und nicht weniger unter Staatsaufsicht steht als jeder andere Verein; sie gibt sich selbst ihre Satzungen und kann diese täglich aus eigener Kompetenz ändern; sie wählt selbst ihren Börsenvorstand, der gegenüber den Börsenbesuchern die weitgehendsten Disziplinarbefugnisse besitzt und ausübt; sie macht die Aufnahme in ihren Kreis von Bedingungen abhängig, welche eine fast unbedingte Gewähr für einen gewissen Vermögensbesitz und die nötige Sachkunde ihrer Mitglieder bieten. Welche Ergebnisse hat nun die aus zwei entgegengesetzten Richtungen im Sachverständigenverhör angeregte Diskussion der Börsenverfassung geliefert?

Zunächst fand die Einsetzung eines mit weitgehenden Rechten und Pflichten ausgestatteten Staatskommissärs — so dass er an allen Sitzungen der Börsenorgane mit Stimm- oder Vetorecht teilnehmen könnte und bei der Zulassung von Effekten zum Handel, bei der Anstellung der Makler, bei der Feststellung der Kurse, bei der Handhabung der Börsendisziplin mitzuwirken hätte — bei den kaufmännischen Sachverständigen unbedingte Ablehnung, wie es schon aus dem Grunde nicht anders zu erwarten war, den Schmoller[1]) treffend kennzeichnet in den Worten: „Dass die Herren, die im Geschäftsleben stehen, an sich jeder solchen staatlichen Intervention abgeneigt sind, liegt ja in dem natürlichen Zuge der Interessen und Vorstellungen, von denen sie ausgehen.“ Im Verhör der Börsenleute hat es deshalb auch nicht an spöttischen Bemerkungen gefehlt über den „tugendhaften und hervorragenden Staatskommissär“, den „Sittenwächter“, den Mann, der nicht wisse, „was er an irgend einer deutschen Börse anders soll, als Gehalt beziehen“ u. s. w. Aber es genügt nicht, dem Staate, der sich zum Eingriffe in Einrichtungen berufen fühlt, deren Nützlichkeit oder Schädlichkeit für das Erwerbs- und Wirtschaftsleben des ganzen Volkes von einschneidendster Be-

[1]) Stenogr. Ber. S. 570.

deutung ist, nur entgegenzuhalten: Laissez faire, laissez passer, es mussten sachliche Argumente gegen die vorgeschlagene Einrichtung vorgebracht werden. Welches waren dieselben?

1. Zunächst wies man[1]) darauf hin, dass die Hoffnungen, welche man in Wien an die Einsetzung eines Staatskommissärs geknüpft habe, in keiner Weise in Erfüllung gegangen sind. Es seien dort dieselben Missstände zu Tage getreten, wie bei uns, ohne dass der Staatskommissär dies auch nur im geringsten zu verhindern vermocht hätte. Er habe nur einmal eine weitergehende Einwirkung geübt, als er beunruhigende Gerüchte über Aussprüche des Kaisers richtig gestellt habe, aber erst nachdem die Folgen der bereits entstandenen wilden Bewegung nicht mehr rückgängig zu machen waren.

2. Die Aufsicht über die Börse zu führen, sei eine schwere, undankbare Aufgabe[2]), welche von den bisherigen Börsenkommissären zwar mit Freuden einem Staatskommissär überlassen wurde, von diesem aber nicht besser gelöst werden könne, als von jenen. Man kann nicht in Abrede stellen, dass die Börsenkommissäre der Berliner Börse ihres Amtes mit grosser Sachkenntnis walten und den redlichen Willen haben ihre Pflicht zu thun; trotzdem gelingt es ihnen nicht, ihr Ziel zu erreichen, trotz vieler wegen der Verbreitung falscher Gerüchte angestellter Untersuchungen ist es beispielsweise nur selten gelungen, die Schuldigen ausfindig zu machen[3]). Alle Schwierigkeiten, die in der Technik des Börsenverkehres begründet liegen, würden dem Staatskommissär ebenso im Wege stehen wie dem bisherigen Börsenkommissär; zur Ueberwindung derselben werde es im besten Falle gelingen, Beamte zu finden von ebenso grosser Sachkenntnis und Unparteilichkeit wie die bisherigen Selbstverwaltungsorgane. Aber auch hierüber bestand ein berechtigter Zweifel der Börsenleute, der noch dadurch genährt wird, dass nirgends in

---

[1]) Z. B. Benary S. 263, Russell S. 570, Bamberger S. 744, Dr. Basch S. 1008 und viele andre.

[2]) Kopetzky S. 262.

[3]) Russell S. 570.

den Sachverständigenverhören angegeben wurde, welche Ausweise man denn von dem anzustellenden Staatskommissär in Bezug auf seinen Bildungsgang, sein Wissen und die sonstigen erforderlichen Eigenschaften zu verlangen gedenke.

Demgegenüber verfängt es nicht, wenn Ring[1]) darauf hinweist, dass sich Juristen in der Verwaltung grosser Banken sehr bald eine geschäftliche Findigkeit angeeignet haben, welche derjenigen der gewiegtesten Börsenmänner nichts, aber auch gar nichts nachgab. „Diese Kunst des Anempfindens," vermöge deren „sogar der mit Hohn bedachte arme Assessor eine nicht zu unterschätzende Rolle, sogar in der besten Gründerzeit" gespielt habe, wurde seitens der Gründer, Banken und Institute, deren Interessen diese Leute dienten, aufs eifrigste unterstützt durch Informationen aller Art. Ueber das Treiben und Geschäftsgebaren unreeller Börsenleute werden aber diese selbst gewiss nicht den Staatskommissär informieren, während die ehrenhaften Kaufleute dies meist nicht können, vielleicht auch dem Staatskommissär indifferent oder gar misstrauisch gegenüberstehen; was aber der Staatskommissär aus andern Quellen erfährt, kommt meist zu spät.

3. Von einer so weitgehenden Staatsaufsicht, wie sie die Einsetzung eines Staatskommissärs bedeuten würde, ist ferner zu befürchten, dass gerade die besseren Kreise der Börse, die selbst bestrebt sind, das Odium der schlechteren von sich abzuwälzen und die Missstände des Börsenwesens aus eigener Kraft zu beseitigen, sich durch Einsetzung eines staatlichen Aufsichtsbeamten verletzt fühlen und in der Selbstzucht erlahmen würden. „Man kann es," sagt Russell[2]), „dem ehrenhaften Kaufmannsstande nicht verdenken, wenn er es ablehnt, in Bezug auf seinen Stand von vornherein unter eine gewisse staatliche und polizeiliche Kontrolle gestellt zu werden."

4. Man hielt den Sachverständigen entgegen, das heutige Aufsichtsrecht des Staates über die Börse leide gerade daran, dass die Eingriffe manchmal ex abrupto ohne rechte Sach-

---

[1]) L. c. S. 285.
[2]) Stenogr. Ber. S. 573.

kenntnis stattfänden: um dies zu vermeiden, solle eine dauernde Verbindung zwischen Staatsregierung und Börse hergestellt werden. Mit Recht wurde darauf erwidert, dazu bedürfe es nicht eines mit besonderen Rechten ausgestatteten Staatskommissärs, da es dem Handelsministerium bisher schon jederzeit freigestanden habe, über Vorkommnisse an der Börse Bericht von der Börsenbehörde zu fordern und, so oft es ihm beliebe, Beamte zur Beobachtung des Börsenverkehrs an die Börse zu schicken.

An diese allgemeinen Bedenken reihen sich Argumente speziellerer Natur, welche sich besonders gegen die Mitwirkung irgend welcher staatlichen Organe bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel richten:

1. Die Mitwirkung eines staatlichen Organes würde einerseits dem Staate eine grosse Verantwortung auferlegen, andrerseits das Publikum in der — in jedem Fall unerlässlichen — selbständigen Prüfung der Bonität der Papiere noch nachlässiger machen wie bisher [1]). Man ging weiter und sagte sogar, wenn es bei wirklich unsoliden Emissionen gelungen sei, auch den Staatskommissär zu täuschen, könne sein Schweigen vom Emissionshaus geradezu als Reklame benutzt werden. Zum Beweise ihrer Behauptungen führten die Sachverständigen folgende Thatsachen an:

Als die durch die Seehandlungssozietät emittierte 5%ige russische Goldanleihe im Jahre 1884 einen Kursrückgang von 102 auf 84 erfuhr, erklärten viele der geschädigten Besitzer, sie würden diese Papiere nicht erworben haben, wenn sie nicht durch ein staatliches Institut — wie die Seehandlungssozietät es ist — in Verkehr gebracht worden wären [2]). Ferner: Auf dem Gebiet des Aktienwesens hat man den Konzessionszwang fallen lassen, nur um dem Staat nicht eine Verantwortung aufzuerlegen, die er nicht tragen könne [3]). Aus dem gleichen Grunde war die hessische Regierung bestrebt, den

---

[1]) Vgl. hierzu Kopetzky S. 3, Russell S. 361, 370, Winterfeldt S. 402, Heimann S. 413, Hinrichsen S. 628, Bamberger S. 634, Kaempf S. 780, v. Guaita S. 802/803 und viele andre.

[2]) Kussel S. 1449, Weill S. 1967.

[3]) Lesse S. 1328.

Staatskommissär bei der Darmstädter Bank zu beseitigen[1]), aus demselben Grunde — wie sie selbst sagte — hat die preussische Regierung die Anstellung eines Staatskommissärs sehr soliden Hypotekenbanken verweigert[2]).

2. Die Vermischung politischer und wirtschaftlicher Gesichtspunkte wäre nicht zu vermeiden und könnte von den weittragendsten, gefährlichsten Folgen sein. Solange der Dreibund besteht, wäre es beispielsweise[3]) schwerlich denkbar, dass die deutsche Regierung oder ein Organ derselben einer italienischen oder österreichischen Anleihe den deutschen Markt verschlösse, während es wohl möglich ist, dass wirtschaftliche Bedenken gegen Einführung dieser Papiere sprechen. Umgekehrt sind in den beiden Fällen, wo staatlicherseits gegen Papiere ausländischer Staaten vorgegangen wurde, Massregeln getroffen worden gegen Staaten, welche noch heute kreditwürdig sind.

3. Soweit durch Emissionen staatliche Interessen geschädigt werden können, vermochte der Staat — wenigstens in Preussen — dieselben bereits bisher mit sehr einfachen Mitteln zu wahren, wie sich bei Betrachtung des Emissionswesens gezeigt hat.

4. Der Staat würde sich in seinen Entscheidungen über Zulassung ausländischer Papiere meist auf die Informationen des auswärtigen Amtes verlassen. Nach den bisherigen Erfahrungen grosser Emissionshäuser[4]) ist aber dieses Staatsorgan in der Beurteilung der Verhältnisse durchaus nicht vorsichtiger als die ihren Emissionskredit aufs Spiel setzenden Emissionshäuser.

Mehr als auf diesem Gebiete waren die Sachverständigen geneigt, die Mitwirkung eines staatlichen Organes zu befürworten in der Frage der Börsendisziplin. Die Notwendigkeit einer Reform hat sich hier nach drei Richtungen gezeigt:

a) Die Zuständigkeit der Organe, welche bisher mit der

[1]) v. Pflaum S. 1504, Cohnstaedt S. 1735.

[2]) Dr. v. Wilmowsky S. 804.

[3]) Königs S. 1906.

[4]) Russell S. 360, Schinckel S. 1110.

Disziplinargewalt betraut waren, war zu eng begrenzt. Sie konnten eine Reihe von Vergehen, welche offenkundig gegen den kaufmännischen Anstand verstossen, nicht ahnden, weil ihnen das Recht hierzu nicht zustand.

b) Die bisherigen Börsenbehörden befanden sich auch nicht im Besitz der zur Ausübung richterlicher Funktionen erforderlichen Mittel, z. B. eidlicher Zeugenvernehmung.

c) Die bisherige Handhabung der Börsendisziplin litt an einer gewissen Lässigkeit.

Während den beiden ersten Mängeln durch Ergänzung bezw. Erweiterung bereits bestehender Bestimmungen leicht abzuhelfen ist, kam bei einigen Sachverständigen zur Beseitigung des letzteren Missstandes endlich der sonst in allen Punkten abgelehnte Staatskommissär zu Ehren, besonders wenn seitens einiger Kommissionsmitglieder, z. B. Schmollers[1]), darauf hingewiesen wurde, dass auch nach dem Anerkenntnisse der grössten Verehrer der Selbstverwaltung deren Organe niemals gegen ihre guten Freunde, Vettern und Genossen die rechte energische Neigung hätten, die Gesetze durchzuführen, wie staatliche Beamte. Zwar wurden nicht wenige Stimmen[2]) laut, welche auch in dieser Frage jede staatliche Einmischung ablehnten, teils weil sie das Prinzip der Selbstverwaltung und Selbstzucht konsequent vertraten, teils weil man befürchtete, es werde sich ein gefährliches Denunziantentum entwickeln. Aber die Möglichkeit hierzu ist auch ohne Staatskommissär gegeben, sobald man nur die Börsendisziplin auch auf das „ausserbörsliche“ Geschäftsgebaren der Börsenleute ausdehnt. Unzweifelhaft hat, wie auch der Enquetebericht hervorhebt, die Mitwirkung eines Staatsbeamten bei der juristischen Thätigkeit den einen Erfolg, dass das ausserhalb der Börse stehende Publikum, das zu den Organen des Staates immer mehr Vertrauen hat als zu denen der Selbstverwaltung, eine

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 571.

[2]) Z. B. Benary S. 263, Arnhold S. 262, Favreu S. 746, Hinrichsen S. 746, Bamberger S. 745, v. Wilmowsky S. 894, Salomon S. 1279, Kussel S. 1485, v. Pflaum S. 1707, Weill S. 2029 und andre.

gewisse Garantie zu erhalten glaubt für die richtige Prüfung und Weiterverfolgung seiner Beschwerden. Die Aussagen der Sachverständigen, welche die Zuziehung eines Staatskommissärs bei Handhabung der Disziplin befürworteten, machen vielfach den Eindruck, als seien sie von dieser Auffassung beherrscht, und glaubten in diesem Punkte dem Publikum eine Konzession machen zu müssen durch Befürwortung einer Einrichtung, von der sie selbst weder grossen Schaden noch grossen Nutzen erwarteten [1]).

Fassen wir die Ergebnisse der bisherigen Betrachtungen zusammen, so lautet das Resultat: direktes staatliches Eingreifen in die einzelnen Gebiete des Börsenwesens ist aus den verschiedenartigsten Gründen nicht der richtige Weg zu einer gründlichen Börsenreform. Inwieweit ist nun nach den Ergebnissen des Sachverständigenverhöres der zweite, aus einer ganz entgegengesetzten Richtung kommende und an seinem Endziel zu den Einrichtungen der Londoner Stock Exchange führende Weg zu betreten? Die Börsenleute und sonstigen Experten, welche zu dieser Frage Stellung genommen haben, lassen sich in folgende Gruppen zusammenfassen:

1. Zunächst verteidigten die Vertreter [2]) der hanseatischen und einiger Provinzialbörsen die an ihren Börsen bestehenden Einrichtungen, da sich hier die Reformbedürftigkeit der Börsenverfassung nicht in dem Masse gezeigt hat wie in Berlin. An den Provinzialbörsen war dies nicht der Fall, weil der Kreis der berufsmässigen Börsenleute hier verhältnismässig klein ist, und deshalb die Kontrolle, welche die Gesamtheit über den

---

[1]) Vgl. auch Weber (l. c. Bd. 43. S. 137): „Und auch, wenn man die Aussagen der grossen Mehrheit der aus Börsenkreisen vernommenen Sachverständigen, welche — namentlich die der Fondsbörse angehörigen — den Gedanken eines Ehrengerichtshofes teils nicht abwiesen, teils und zwar meist befürworteten, durchsieht, hat man den Eindruck einer entschieden vorwaltenden Skepsis gegenüber jedem solchen Institut.“

[2]) Wolde S. 247 ff., Hinrichsen S. 726 ff., Schinckel S. 1272, Lappenberg S. 1396, Heimann S. 550, v. Wallenberg-Paschaly S. 893 u. a.

einzelnen zu üben vermag, schärfer sein kann. Die Börsen der Hansastädte dagegen sind, wie wir gesehen haben, nicht nur der Ort, wo sich die berufsmässigen Händler, Spekulanten und Makler treffen, um Geschäfte in Wertpapieren abzuschliessen und Preise für dieselben festzustellen, sondern sie sind der tägliche Versammlungsort aller zum Handel jeder Art in irgend welcher Beziehung stehenden Leute, also der Brennpunkt, in dem sich das gesamte kommerzielle Leben konzentriert. Die Vorteile, welche ein solcher völlig offener Markt bietet, wurden von den hanseatischen Geschäftsleuten mit grossem Geschick hervorgehoben: immense Zeitersparnis für den gesamten Geschäftsverkehr, in dem time money ist, die Oeffentlichkeit, unter deren Schutz sich alle Vorgänge vollziehen, die erzieherische Bedeutung dieses Börsenverkehrs für die jungen Kaufleute u. s. w. Dazu kommt dann — als gewichtiges Argument — die Thatsache, dass hier unreelle Elemente, wie sie die Berliner oder Frankfurter Börse aufwiesen, nie eine nur einigermassen bedeutende Rolle gespielt haben.

2. Eine zweite Gruppe, bestehend aus — meist kleineren — Bankiers und Maklern [1]) der Berliner und Frankfurter Börse, wünscht zwar Abgeschlossenheit der Börse nach aussen hin, sowie eine im wesentlichen auf Selbstverwaltung beruhende Börsenverfassung, möchte aber die Aufnahme in den Kreis berufsmässiger Börsenleute nur von moralischen, nicht von materiellen Garantien für die Würdigkeit des Aufzunehmenden abhängig machen; d. h. Bestimmungen, welche den Vorschriften der Londoner Stock Exchange über Realkaution und Bürgschaftsleistung bei Aufnahme bezw. Wiederaufnahme von Bewerbern nachgebildet sind, werden verworfen. Hierfür werden folgende Gründe geltend gemacht:

a) Die Vermittelungskosten und Provisionssätze, welche an der Londoner Stock Exchange berechnet werden, übersteigen bei weitem die in Deutschland üblichen. Eine fest geschlossene mächtige Vereinigung, wie sie diese Fondsbörse

---

[1]) Z. B. Kopetzky S. 227 ff., Benary S. 242 ff., Bamberger S. 722, Goldberger S. 719, Salomon S. 1263 ff., Metzler S. 1274 und andre.

darstelle, könne dem Publikum ihre Bedingungen diktieren und wisse sie aufrecht zu erhalten. Für England, das auf allen Gebieten des wirtschaftlichen Lebens der übrigen Welt überlegen sei, möge eine „korporative“ Börsenverfassung passend sein; die deutschen Börsen dagegen verdankten ihre Konkurrenzfähigkeit, ihre Bedeutung für das internationale Arbitragegeschäft gerade dem Umstand, dass sie dem freien Wettbewerb offenes Feld böten. Es fehlt jedoch jeder Beweis dafür, dass der Mangel einer exklusiven Börsenverfassung die Grundlage für die internationale Bedeutung der Berliner Börse geworden ist, und dass ihr die Erreichung dieser Stellung unmöglich gewesen wäre, wenn die Zulassung zum Börsenbesuch von Realkaution und ernsthaften Bürgschaften abhängig wäre, sowie straffere Organisation und schärfere Disziplin bestünde. Dass damit möglicherweise eine Erhöhung der Vermittelungskosten eingetreten wäre, soll nicht geleugnet werden; wenn sie der Preis ist, um welchen eine grössere Solidität des gesamten Börsenverkehres zu erlangen ist, so ist das kapitalanlegende Publikum verpflichtet, dieses Opfer zu bringen.

b) Es wurde bestritten, ob es überhaupt möglich sei, auf dem vorgeschlagenen Weg unreelle Elemente vom Börsenverkehr fernzuhalten. „Wir haben,“ sagt der Sachverständige Salomon[1]), „vielfach erlebt, dass diejenigen, welche klein zur Börse gekommen sind, sich zu nützlichen Existenzen entwickelt haben, und andrerseits solche, welche mit grossem Kapital hinkamen, sich als schädlich erwiesen haben.“

Ebenso weist Wiener[2]) darauf hin, man könne wohl die „Kleinen“, nicht aber die „Grossen“ von der Börse fern halten. Die grossen, das Emissions- und Kommissionsgeschäft betreibenden Banken übten mit ihren aufs äusserste herabgedrückten Provisionssätzen, mit ihren Riesenkapitalien, die fruktifiziert werden müssten auch in Zeiten der Stagnation, einen mächtigen Reiz auf die Spekulationslust des Publikums aus. Gerade diese Banken vermöchten auf Grund ihres Ansehens Emissionen an

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 1263.

[2]) Stenogr. Ber. S. 1885.

den Markt zu bringen, welche weite Kreise des Publikums schädigten, sie vermöchten ferner mit Hilfe ihres grossen Kapitales den Markt zu beherrschen und mancherlei Manipulationen, wovon der Sachverständige Beispiele angeführt hat, zum Nachteil des Publikums durchzuführen. Diese Wahrnehmung ist gewiss zutreffend; es denkt deshalb auch niemand daran, auf diesem Wege den Einfluss der grossen Häuser zu beseitigen, ja nicht einmal „an die Möglichkeit, innerhalb der Börse der Macht des Grosskapitals Schranken zu ziehen", wie Weber[1]) sagt. Wenn auch nicht nach oben, so können diese Schranken aber sehr wohl nach unten gezogen werden, gegenüber den Agenten, sogen. kleinen Bankiers, Tagesspekulanten, Kommissionären, welche das Publikum zum Börsenspiel verleiten, welche Spekulationsgeschäfte mit kleinstem Einschuss eingehen, welche auf Uebervorteilung ihrer Kunden gerichtete Geschäftsbedingungen anwenden u. s. w. Leute ohne Vermögen, Kredit und Empfehlung können sehr wohl von der Börse ferngehalten werden, wenn man bei der Zulassung eine gewisse Realkaution und zuverlässige Bürgschaften verlangt. Demgegenüber verweist man darauf, dass die sogen. „kapitallose Intelligenz", auf die man[2]) sich schon bei den Beratungen über das Handelsgesetzbuch so gern berufen hat, aus der Börse verwiesen und ein „Monopol der Reichen" geschaffen werde. Beides ist unrichtig: die „kapitallose Intelligenz" wird im Dienste der grossen Banken und Handelsunternehmungen lohnende Verwendung finden, bis sie Vermögensbesitz, Kredit und Vertrauen erworben hat, um in selbständiger Stellung aufzutreten: ebenso[3]) kann von einem Monopol der Reichen keine Rede sein, wenn ein Vermögensbesitz von einigen tausend Mark erforderlich ist, ganz abgesehen davon, dass es gar nicht an Stimmen gefehlt hat (z. B. Christians), welche die Börse als ein Institut betrachten, das überhaupt nur für Reiche zugänglich sein sollte.

---

[1]) Weber l. c. Bd. 43 S. 129.

[2]) Vgl. z. B. Kopetzky S. 227/228, Bamberger S. 722, Kaempf S. 894, Cohnstaedt S. 1825, 1848, Weill S. 2020 u. a.

[3]) Vgl. z. B. van Gülpen S. 2588.

c) Weiter wurde die Befürchtung geäussert[1]), es könne durch Erschwerung der Zulassungsbedingungen und strengere Abgeschlossenheit der Börse der Geschäftsverkehr teilweise aus der Börse verdrängt und der bisherigen Kontrolle entzogen werden. In Berlin sei es mit Mühe gelungen, die ausserhalb der offiziellen Börse bestehende Sonntags- und Abendbörse, die sogar Kursnotizen veröffentlicht haben, zu beseitigen. Ebenso bestehe in Wien vor dem Börsengebäude eine Börse von höchst zweifelhaftem Wert. Es ist schwer festzustellen, inwieweit diese Befürchtung begründet ist; durch die Erfahrungen der Londoner Stock Exchange würde sie jedenfalls nicht gerechtfertigt. Denn diese Börse ist trotz ihrer Exklusivität und trotz der mannigfachen neben ihr bestehenden Winkelbörsen doch die einzige Fondsbörse in London von irgendwie erheblicher Bedeutung, soweit es sich um den Wertpapierhandel im allgemeinen handelt. Dass natürlich die Papiere von minderer Bonität sich auch den Börsen von geringerer Solidität zuwenden und dass daher zweifelhafte Minenshares mit Vorliebe an Winkelbörsen gehandelt werden, ist eine Thatsache, die hier nicht bestritten werden soll.

3. Eine dritte Gruppe von Experten[2]), und zwar Vertreter grosser Banken, Theoretiker und Zeitungsredakteure wünschten Ausgestaltung der Börsen als geschlossener Verbände, entweder als öffentlicher Korporationen oder als Privatvereine irgendwelcher Art. Die Zulassungsbedingungen sollen analog denjenigen der Londoner Stock Exchange gestaltet werden, die Börse soll eine nach aussen geschlossene Vereinigung berufsmässiger Börsenhändler und Makler werden, die ihren Mitgliedern gegenüber weitgehende Aufsichtsrechte und Disziplinarbefugnisse besitzt. Davon erwartet man, dass mit den Rechten, die man dieser Korporation oder Vereinigung gibt, in ihr auch das Bewusstsein ihrer Pflichten entsteht. Das Pflichtgefühl jedes einzelnen wird sich heben, es wird sich eine gewisse Standesehre herausbilden, es wird in den Anschauungen der

[1]) Frentzel S. 235, Arnhold S. 249 u. a.

[2]) Russell S. 559 ff., Winterfeldt S. 562, Samuel S. 575. — Lexis S. 3594 ff., Fuchs S. 3597. — Dr. Basch S. 1002, Christians S. 1826.

Börsenleute eine feste Grenze entstehen zwischen dem, was einem ehrenhaften Kaufmann erlaubt und dem, was ihm verboten ist. Nach diesen Normen, die sich im Laufe der Zeit herausbilden werden, wird die Genossenschaft beurteilen können, wer in Bezug auf sein Vermögen, seinen Kredit und das Vertrauen, das er geniesst, würdig ist, in ihre Mitte aufgenommen zu werden und wer durch sein Geschäftsgebaren das Recht zur Teilnahme an den Börsenversammlungen verwirkt hat.

Dass in dem eben besprochenen — auch in der wissenschaftlichen Litteratur schon vor der Börsenenquete empfohlenen — Wege die hauptsächlichste Reform des Börsenwesens liege, wurde auch noch von andern Börsenleuten zugegeben, obwohl sie sich entsprechenden Reformvorschlägen gegenüber ablehnend verhielten mit Rücksicht auf die entgegenstehenden technischen Schwierigkeiten. So sagt der Sachverständige Kopetzky[1]): „Wenn ich ganz frei wäre, und wir hier über die Einrichtungen und die Statuten einer Börse zu beraten hätten, die ganz neu in Berlin zu errichten wäre, dann würde ich mich allerdings mehr den Londoner Einrichtungen anschliessen." Nun handelt es sich eben nicht um erst zu errichtende Börsen, sondern um solche, die auf eine — bei manchen jahrhundertealte — historische Entwickelung zurückblicken, welche jeder Reform in dem angedeuteten Sinne widerstrebt. Dahin gehört in erster Linie die Hamburger Börse; die Börsen der übrigen Seestädte sind zu unbedeutend, um besondere Berücksichtigung zu verdienen[2]). Nun ist aber eine gründliche Reform des deutschen Börsenwesens nur möglich, wenn die Frage der Börsenverfassung aus einheitlichen Gesichtspunkten geregelt wird. Denn würde man Einrichtungen nach dem Muster der Londoner Stock Exchange nur an der Berliner — nicht auch an der Hamburger — Börse einführen und damit eine Gewähr dafür schaffen, dass hier ein ganz anderer Schlag von Börsen-

---

[1]) Stenogr. Ber. S. 227.

[2]) Vgl. auch Ring l. c. S. 288: — — „Es wäre einfacher zu sagen gewesen: Die Rücksicht auf Hamburg schloss eine allgemeine Regelung aus. Vor den Börsen minderen Ranges hätte die Kommission kaum Halt gemacht."

leuten entsteht, dass eine Reihe weniger geeigneter Elemente ausgeschieden werden, so werden sich die letzteren der milderen Bestimmungen unterstehenden Hamburger Börse zuwenden, und für die Reform des gesamten deutschen Börsenwesens wäre nichts gewonnen. Auf der andern Seite erscheint es gewagt und ungerecht, in den historisch gewordenen Zustand der Hamburger Börse durch Bestimmungen, welche ihrer bisherigen Entwickelung und ihrer heutigen Funktion widerstreben, gewaltsam einzugreifen, ihn vielleicht zu vernichten, ohne dass sich hier die Notwendigkeit zu solchen Massnahmen gezeigt hat. Dies war die Schwierigkeit, welche den Reformarbeiten der Enquetekommission entgegenstand und dieselben in ihrem wesentlichsten Punkte zum Scheitern brachte: Bestimmungen, welche die deutschen Börsen allmählich in die Entwickelungsbahn der Londoner Stock Exchange gebracht hätten, wurden nicht vorgeschlagen mit Rücksicht auf die Hamburger Börse. Die Grösse der Schwierigkeit, welche sich der Reform in der Gestalt dieser mehrere Jahrhunderte alten Börse entgegengestellt hat, soll gewiss nicht verkannt werden; ob sie aber erheblich genug war, um in der wichtigsten Frage der Reform, in der Frage der Börsenverfassung, geradezu einen Verzicht auf die Anwendung der geeignetsten Massnahmen für alle deutschen Börsen zu rechtfertigen, mag zweifelhaft erscheinen, besonders wenn man bedenkt, dass sich auch in den Hansastädten bereits ein Zug nach Sonderung der Geschäftszweige bemerkbar macht. In Hamburg besteht bereits für Fonds eine Vorbörse, welche eine halbe Stunde vor der Gesamtbörse beginnt; in Bremen besteht — allerdings innerhalb der allgemeinen Börsenversammlungen — bereits eine besondere Fondsbörse als Privatvereinigung der Interessenten. Die Scheidung der Fonds- und Produktenbörse, wozu sogar auf diesen völlig freien Märkten Ansätze bereits vorhanden sind, wäre dann wohl nicht so unmöglich gewesen. Die Anwesenheit der Notare, Anwälte, Schiffer, der Hauptmänner der Quartierleute und Speicherarbeiter, der Agenten überseeischer Transportversicherungsgesellschaften u. s. w. mag für den Warenhandel vorteilhaft sein, für den Wertpapierhandel ist sie es nicht unbedingt. Wertpapiere und Waren sind so ver-

schiedene Objekte des Handels, dass die von der Enquetekommission in ihren Untersuchungen, wie in ihren Vorschlägen — wenn irgend möglich — eingeschlagene Methode, die Wertpapier- und Warenbörse gleichmässig zu behandeln, hier gewiss nicht berechtigt war, wo die thatsächliche Gestaltung des Verkehres selbst nach Trennung der Geschäftszweige hinstrebt. Auch Weber[1]) gelangt zu dem Schlusse: „Die Möglichkeit einer räumlichen und personellen Trennung des Fondshandels vom Warenhandel, selbst wenn man nicht, was möglich wäre, den Wechsel- und Geldsortenhandel vom Fondshandel ausnimmt, und damit einer gesonderten und eventuell geschlossenen Fondsbörse ist auch für Hamburg kaum zu bezweifeln."

Thatsache bleibt, dass das Börsengesetz keinen Vorschlag gemacht hat, der auf diesem Wege eine Beseitigung des Haupthindernisses der einheitlichen Ausgestaltung deutscher Börsen nach dem Vorbild der Londoner Stock Exchange hätte herbeiführen sollen. Thatsache bleibt ferner, dass das Börsengesetz in der wichtigsten Frage der Börsenreform, in der Frage der Börsenverfassung, die Konsequenzen aus den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen nicht gezogen hat; denn diese waren: die hauptsächlichsten im Börsenwesen zu Tage getretenen Missstände beruhen in erster Linie nicht in den Börseneinrichtungen, nicht im geltenden Recht, sondern in der Qualität gewisser Börsenleute, die nach drei Richtungen hin Mängel aufwiesen, in Bezug auf ihre Moral, auf ihre Kapitalkraft und ihre Sachkunde. Der einzig mögliche Weg, den Stand der berufsmässigen Börsenleute auf ein höheres Niveau zu bringen durch allmähliches Einlenken in die Bahnen der Londoner Stock Exchange wurde verabsäumt; in der Frage der Börsenverfassung steht das Börsengesetz nicht auf dem Boden der Enqueteergebnisse; was auf diesem Gebiete an Gesetzesbestimmungen erlassen worden ist, sind — eine Folge des in den Enquetekommissionsbeschlüssen eingeschlagenen sogen. Mittelweges zwischen Polizeiaufsicht und Selbstverwaltung der Börse — halbe Massnahmen: auf der einen Seite ein Staatskommissär, der, wenn man sich das Heil von Polizei-

[1]) Weber l. c. Bd. 43 S. 126.

aufsicht und direkten staatlichen Eingriffen erwartet, mit für diesen Zweck immer noch nicht genügenden Vollmachten und einem viel zu grossen Aufgabenkreis ausgestattet ist, auf der andern Seite ein Ehrengericht, dem, wenn man sich Erfolg von der Selbstzucht der Börse versprach, geradezu das Fundament fehlt, nämlich ein auch **nur annähernd gleichgearteter Stand** von Berufsgenossen. Nach beiden Seiten sind die Lücken des Reichsbörsengesetzes geradezu in die Augen springend. Unmittelbar kann der Staatskommissär gar nicht eingreifen, er kann nur den Beratungen der Börsenorgane beiwohnen und diese „auf hervorgetretene Missbräuche aufmerksam machen und der vorgesetzten Behörde berichten"; er hat ferner bei Handhabung der Börsendisziplin in gewissem Umfang mitzuwirken, auf die Hauptsache jedoch, auf das durch das Ehrengericht bezw. die Berufungskammer zu fällende Urteil über den Beschuldigten hat er trotz aller ihm eingeräumten Befugnisse keinen Einfluss. Was Ring[1] von dem Staatskommissär der Enquetevorschläge sagt, gilt in fast ebensogrossem Umfang für den Staatskommissär des Börsengesetzes: „Ein solcher überall gebundener Staatskommissär wird freilich der Statist bleiben, von welchem in der hessischen Kammer die Rede war." Daneben das Ehrengericht. Ein Ehrengericht setzt einen Stand von Leuten des gleichen Berufes mit annähernd gleicher Bildung, ungefähr gleichen äusseren Verhältnissen und einigermassen gleichen Begriffen von gut und böse, von ehrenhaft und unehrenhaft voraus. Wie soll sich ein solcher Stand von Börsenleuten unter dem Reichsbörsengesetz bilden, wenn in den Bedingungen zur Zulassung der Börse fast gar keine Aenderung eintreten soll, wenn nach wie vor „die Differenzen an Bildung, Erziehung und äusseren Verhältnissen ausserordentlich sind", wenn sich nach wie vor Tagesspekulanten, welche keinerlei produktive Funktion erfüllen, Leute, „die kaum ihren Namen schreiben können", und solche, die täglich „das Zuchthaus mit dem Aermel streifen", — gewiss eine bunte Gesellschaft — neben andern, durchaus ehrenhaften, hochachtbaren Börsenbesuchern an der Börse ein-

[1]) Ring l. c. S. 323.

finden können. Die Ansichten der einzelnen über die Pflichten des ehrenhaften Kaufmannes werden in diesem gemischten Kreise gewiss nicht dieselben sein. Eine Gewähr dafür, dass die guten Elemente unter den berufsmässigen Börsenleuten die Anschauungen der schlechteren beeinflussen oder gar von vornherein aus ihrem Kreise fernhalten können, ist im Reichsbörsengesetz nicht gegeben. Wenn sich der Einfluss der vornehmeren Elemente trotzdem geltend machen wird, sind seine Wirkungen nicht dem Börsengesetz zu verdanken.

Aufgabe unserer Untersuchung war lediglich, festzustellen, ob die im Reichsbörsengesetz und den zugehörigen Ausführungsbestimmungen erlassenen Anordnungen mit den Ergebnissen der Börsenenquete übereinstimmen. Es unterliegt gar keinem Zweifel, dass die Neuordnung der Warenbörse in sehr wichtigen Punkten sich mit den Ergebnissen der Enquete in Widerspruch befunden hat; auf die vom Gesetzgeber nicht vorausgesehenen Folgen dieser Politik, welche bereits seit dem 1. Januar 1897 hervorgetreten sind, einzugehen, liegt ausserhalb des Rahmens meiner Aufgabe. Man kann nicht behaupten, dass die Bestimmungen bezüglich der Umgestaltung der Effektenbörse in so grellem Widerspruch zu den Ergebnissen der Enquete stehen, wie dies bei der Warenbörse der Fall ist, immerhin aber glaube ich nachgewiesen zu haben, dass in sehr vielen und wichtigen Fragen die Ergebnisse der Börsenenquete gar nicht oder nur ungenügend für die positive Börsenreform nutzbar gemacht worden sind. Den Grund hierfür erblicke ich — abgesehen von den wirtschaftspolitischen Bestrebungen der verschiedenen Parteien — zum grossen Teil auch darin, dass es einer grossen Anzahl derjenigen, welche über die einzelnen Paragraphen des Börsengesetzes abzustimmen hatten, an einer genügenden Kenntnis der auf der Tagesordnung stehenden Materie gefehlt hat. Man kann sich bei der Lektüre der Reichstagsverhandlungen über das Börsengesetz des Eindrucks nicht erwehren, als hätte die Mehrzahl der Abgeordneten die Ergebnisse der Börsenenquete nicht gekannt, viel weniger deren Veröffentlichungen einem so gründlichen Studium unterzogen, wie es dieses schwierige und umfangreiche Gebiet erfordert. Unter diesen Umständen, deren Ursachen teilweise

allerdings wiederum in dem Verfahren[1]) der Enquete liegen, musste das Endergebnis ein unvollkommenes werden. Es ist deshalb wahrscheinlich, dass die Enttäuschung derjenigen, welche vom Reichsbörsengesetz einen beträchtlichen Fortschritt im Sinne der Besserung erwarteten, ebenfalls — wenn auch vielleicht später als der offenkundige Misserfolg des Börsengesetzes in der Reform der Warenbörse — hinsichtlich der Fondsbörse zu Tage treten wird und dass alsdann der Gesetzgebung von neuem Gelegenheit gegeben wird, die Ergebnisse der Börsenenquete wirksamer, als es bisher geschah, zu verwerten.

---

[1]) Dasselbe zeigte bekanntlich drei Hauptmängel: Anwendung eines im voraus entworfenen Fragebogens, Heimlichkeit, Erörterung von Reformprojekten statt thatsächlicher Feststellungen.

Anhang.

Börsengesetz vom 22. Juni 1896.

Wir Wilhelm, von Gottes Gnaden Deutscher Kaiser, König von Preussen etc., verordnen im Namen des Reichs, nach erfolgter Zustimmung des Bundesrats und des Reichstags, was folgt:

I. Allgemeine Bestimmungen über die Börsen und deren Organe.

§ 1. Die Errichtung einer Börse bedarf der Genehmigung der Landesregierung. Diese ist befugt, die Aufhebung bestehender Börsen anzuordnen.

Die Landesregierungen üben die Aufsicht über die Börsen aus. Sie können die unmittelbare Aufsicht den Handelsorganen (Handelskammern, kaufmännischen Korporationen) übertragen.

Der Aufsicht der Landesregierungen und der mit der unmittelbaren Aufsicht betrauten Handelsorgane unterliegen auch die auf den Börsenverkehr bezüglichen Einrichtungen der Kündigungsbüreaus, Liquidationskassen, Liquidationsvereine und ähnlicher Anstalten.

§ 2. Bei den Börsen sind als Organe der Landesregierung Staatskommissare zu bestellen. Ihnen liegt es ob, den Geschäftsverkehr an der Börse sowie die Befolgung der in Bezug auf die Börse erlassenen Gesetze und Verwaltungsbestimmungen nach näherer Anweisung der Landesregierung zu überwachen. Sie sind berechtigt, den Beratungen der Börsenorgane beizuwohnen und die Börsenorgane auf hervorgetretene Missbräuche aufmerksam zu machen. Sie haben über Mängel und über die Mittel zu ihrer Abstellung Bericht zu erstatten.

Mit Zustimmung des Bundesrats kann für einzelne Börsen die Thätigkeit des Staatskommissars auf die Mitwirkung beim ehrengerichtlichen Verfahren beschränkt oder, sofern es sich um kleine Börsen handelt, von der Bestellung eines Staatskommissars abgesehen werden.

§ 3. Zur Begutachtung über die durch dieses Gesetz der Beschlussfassung des Bundesrats überwiesenen Angelegenheiten ist als Sachverständigenorgan ein Börsenausschuss zu bilden. Derselbe ist befugt,

Anträge an den Reichskanzler zu stellen und Sachverständige zu vernehmen.

Der Börsenausschuss besteht aus mindestens dreissig Mitgliedern, welche vom Bundesrat in der Regel auf je fünf Jahre zu wählen sind. Eine erneute Wahl ist zulässig. Die Wahl der Hälfte der Mitglieder erfolgt auf Vorschlag der Börsenorgane. Darüber, in welcher Anzahl dieselben von den einzelnen Börsenorganen vorzuschlagen sind, bestimmt der Bundesrat. Die andere Hälfte wird unter angemessener Berücksichtigung von Landwirtschaft und Industrie gewählt.

Die Geschäftsordnung für den Ausschuss wird nach Anhörung desselben von dem Bundesrat erlassen; der letztere setzt auch die den Ausschussmitgliedern zu gewährenden Tagegelder und Reisekosten fest.

§ 4. Für jede Börse ist eine Börsenordnung zu erlassen.

Die Genehmigung derselben erfolgt durch die Landesregierung. Dieselbe kann die Aufnahme bestimmter Vorschriften in die Börsenordnung anordnen, insbesondere die Vorschrift, dass in den Vorständen der Produktenbörsen die Landwirtschaft, die landwirtschaftlichen Nebengewerbe und die Müllerei eine entsprechende Vertretung finden.

§ 5. Die Börsenordnung muss Bestimmungen treffen:

1. über die Börsenleitung und ihre Organe;
2. über die Geschäftszweige, für welche die Börseneinrichtungen bestimmt sind;
3. über die Voraussetzungen der Zulassung zum Besuche der Börse;
4. darüber, in welcher Weise die Preise und Kurse zu notieren sind.

§ 6. Die Börsenordnung kann für andere als die nach § 5 Ziffer 2 zu bezeichnenden Geschäftszweige, sofern dies nicht mit besonderen Bestimmungen dieses Gesetzes (§§ 40, 41, 51, 52) in Widerspruch steht, die Benutzung von Börseneinrichtungen zulassen. Ein Anspruch auf die Benutzung erwächst in diesem Falle für die Beteiligten nicht. Der Bundesrat ist befugt, für bestimmte Geschäftszweige die Benutzung der Börseneinrichtungen zu untersagen oder von Bedingungen abhängig zu machen.

§ 7. Vom Börsenbesuche sind ausgeschlossen:

1. Personen weiblichen Geschlechts;
2. Personen, welche sich nicht im Besitze der bürgerlichen Ehrenrechte befinden;
3. Personen, welche infolge gerichtlicher Anordnung in der Verfügung über ihr Vermögen beschränkt sind;
4. Personen, welche wegen betrügerischen Bankerutts rechtskräftig verurteilt sind;
5. Personen, welche wegen einfachen Bankerutts rechtskräftig verurteilt sind;
6. Personen, welche sich im Zustande der Zahlungsunfähigkeit befinden;

7. Personen, gegen welche durch rechtskräftige oder für sofort wirksam erklärte ehrengerichtliche Entscheidung auf Ausschliessung von dem Besuche einer Börse erkannt ist.

Die Zulassung oder Wiederzulassung zum Börsenbesuche kann in den Fällen unter 2 und 3 nicht vor der Beseitigung des Ausschliessungsgrundes, in dem Falle unter 5 nicht vor Ablauf von sechs Monaten, nachdem die Strafe verbüsst, verjährt oder erlassen ist, erfolgen; sie darf in dem letzteren Falle und ebenso in dem Falle unter 6 nur stattfinden, wenn der Börsenvorstand den Nachweis für geführt erachtet, dass die Schuldverhältnisse sämtlichen Gläubigern gegenüber durch Zahlung, Erlass oder Stundung geregelt sind. Einer Person, welche im Wiederholungsfalle in Zahlungsunfähigkeit oder in Konkurs geraten ist, muss die Zulassung oder Wiederzulassung mindestens für die Dauer eines Jahres verweigert werden. In dem Falle unter 4 ist der Ausschluss ein dauernder.

Die Börsenordnungen können weitere Ausschliessungsgründe festsetzen.

Auf Antrag der Börsenorgane kann die Landesregierung in besonderen Fällen Ausnahmen von den Vorschriften über die Ausschliessung vom Börsenbesuche zulassen.

§ 8. Die Börsenaufsichtsbehörde ist befugt, zur Aufrechthaltung der Ordnung und für den Geschäftsverkehr an der Börse Anordnungen zu erlassen.

Die Handhabung der Ordnung in den Börsenräumen liegt dem Börsenvorstande ob. Er ist befugt, Personen, welche die Ordnung oder den Geschäftsverkehr an der Börse stören, sofort aus den Börsenräumen zu entfernen und mit zeitweiliger Ausschliessung von der Börse oder mit Geldstrafe zu bestrafen. Das Höchstmass beider Strafen wird durch die Börsenordnung festgesetzt. Die Ausschliessung von der Börse kann mit Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde durch Anschlag in der Börse bekannt gemacht werden.

Gegen die Verhängung der Strafen findet innerhalb einer durch die Börsenordnung festzusetzenden Frist die Beschwerde an die Börsenaufsichtsbehörde statt.

Finden sich an der Börse Personen zu Zwecken ein, welche mit der Ordnung oder dem Geschäftsverkehr an derselben unvereinbar sind, so ist ihnen der Zutritt zu untersagen.

§ 9. An jeder Börse wird ein Ehrengericht gebildet. Es besteht, wenn die unmittelbare Aufsicht über die Börse einem Handelsorgane (§ 1 Absatz 2) übertragen ist, aus der Gesamtheit oder einem Ausschusse dieses Aufsichtsorgans, andernfalls aus Mitgliedern, welche von den Börsenorganen gewählt werden. Die näheren Bestimmungen über die Zusammensetzung des Ehrengerichts werden von der Landesregierung erlassen.

§ 10. Das Ehrengericht zieht zur Verantwortung Börsenbesucher, welche im Zusammenhange mit ihrer Thätigkeit an der Börse sich eine

mit der Ehre oder dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen nicht zu vereinbarende Handlung haben zu Schulden kommen lassen.

§ 11. Von der Einleitung oder Ablehnung eines ehrengerichtlichen Verfahrens ist der Staatskommissar (§ 2) zu unterrichten. Er kann die Einleitung eines ehrengerichtlichen Verfahrens verlangen. Diesem Verlangen sowie allen von dem Kommissar gestellten Beweisanträgen muss stattgegeben werden. Der Kommissar hat das Recht, allen Verhandlungen beizuwohnen, und die ihm geeignet erscheinenden Anträge sowie Fragen an den Beschuldigten, die Zeugen und Sachverständigen zu stellen.

§ 12. Zur Vorbereitung der Hauptverhandlung kann das Ehrengericht einem Mitgliede die Führung einer Voruntersuchung übertragen. In der Voruntersuchung wird der Beschuldigte unter Mitteilung der Beschuldigungspunkte vorgeladen und, wenn er erscheint, mit seinen Erklärungen und Anträgen gehört.

Zeugen und Sachverständige dürfen nur unbeeidigt vernommen werden.

§ 13. Mit Zustimmung des Staatskommissars kann das Ehrengericht das Verfahren einstellen, andernfalls ist die Hauptverhandlung anzuberaumen.

§ 14. Die Hauptverhandlung vor dem Ehrengerichte findet statt, auch wenn der Beschuldigte nicht erschienen ist. Sie ist nicht öffentlich. Das Ehrengericht kann die Oeffentlichkeit der Verhandlung anordnen. Die Anordnung muss erfolgen, falls der Staatskommissar oder der Beschuldigte es beantragt, sofern nicht die Voraussetzungen des § 173 des Gerichtsverfassungsgesetzes vorliegen.

Der Beschuldigte ist befugt, sich des Beistandes eines Verteidigers zu bedienen.

Das Ehrengericht ist berechtigt, Zeugen und Sachverständige vorzuladen und eidlich zu vernehmen.

§ 15. Die Strafen bestehen in Verweis, sowie in zeitweiliger oder dauernder Ausschliessung von der Börse.

Ergibt sich, dass keine unehrenhafte Handlung, sondern nur eine Störung der Ordnung oder des Geschäftsverkehrs an der Börse vorliegt, so kann die Bestrafung gemäss § 8 Absatz 2 durch das Ehrengericht stattfinden.

§ 16. Die Entscheidung wird in der Sitzung, in welcher die mündliche Verhandlung geschlossen wird, unter Angabe der Gründe verkündet oder spätestens innerhalb zwei Wochen nach dem Schlusse der Verhandlung dem Staatskommissar und dem Beschuldigten in einer mit Gründen versehenen Ausfertigung zugestellt.

Dem nicht erschienenen Beschuldigten ist auch die verkündete Entscheidung zuzustellen. Sowohl der Staatskommissar wie der Beschuldigte können auch bei in ihrer Gegenwart erfolgter Verkündung der Entscheidung eine mit Gründen versehene Ausfertigung derselben beanspruchen.

Das Ehrengericht kann in der Entscheidung anordnen, dass und auf welche Weise sie öffentlich bekannt zu machen ist.

Das Ehrengericht kann, wenn auf zeitweilige oder dauernde Ausschliessung von der Börse erkannt ist, anordnen, dass die Wirkung der Entscheidung sofort eintrete.

Auf Antrag des freigesprochenen Beschuldigten hat das Gericht die öffentliche Bekanntmachung der Freisprechung anzuordnen.

§ 17. Gegen die Entscheidung des Ehrengerichts steht sowohl dem Staatskommissar als dem Beschuldigten die Berufung an die periodisch zu bildende Berufungskammer offen.

Die Berufungskammer besteht aus einem Vorsitzenden und sechs Beisitzern. Der Vorsitzende wird von dem Bundesrat bestimmt. Die Beisitzer werden von dem Börsenausschusse aus seinen auf Vorschlag der Börsenorgane berufenen Mitgliedern gewählt; von den Beisitzern dürfen nicht mehr als zwei derselben Börse angehören.

Für den Vorsitzenden und die Beisitzer werden in gleicher Weise Stellvertreter bestellt.

In einer Spruchsitzung dürfen nicht mehr als zwei Beisitzer mitwirken, welche derselben Börse angehören.

§ 18. Die Einlegung der Berufung geschieht zu Protokoll oder schriftlich bei dem Ehrengerichte, welches die anzugreifende Entscheidung erlassen hat.

Die Frist zur Einlegung der Berufung beträgt eine Woche.

Sie beginnt, falls die Entscheidung verkündet worden ist, für den Staatskommissar und den erschienenen Beschuldigten mit der Verkündung, im übrigen mit der Zustellung der Entscheidung.

§ 19. Nach Einlegung der Berufung ist dem Staatskommissar sowie dem Beschuldigten, sofern es nicht bereits geschehen, die angefochtene Entscheidung, mit Gründen versehen, zuzustellen.

§ 20. Zur schriftlichen Rechtfertigung der Berufung steht demjenigen, der sie rechtzeitig eingelegt hat, eine Frist von einer Woche offen. Sie beginnt mit dem Ablauf der Einlegungsfrist oder, wenn zu dieser Zeit die Entscheidung noch nicht zugestellt war, mit deren Zustellung.

§ 21. Die Berufungsschrift des Beschuldigten und die etwa eingehende Rechtfertigung wird dem Staatskommissar, die Berufungsschrift und die Rechtfertigung des Staatskommissars dem Beschuldigten mitgeteilt. Innerhalb einer Woche nach der Mitteilung kann eine Beantwortungsschrift eingereicht werden.

§ 22. Die Fristen zur Rechtfertigung und zur Beantwortung der Berufung können auf Antrag von dem Ehrengerichte verlängert werden.

§ 23. Nach Ablauf der in den §§ 18, 20, 21 und 22 bestimmten Fristen werden die Akten an die Berufungskammer eingesandt. Zu der Verhandlung ist der Beschuldigte vorzuladen und der Staatskommissar zuzuziehen.

Die Berufungskammer kann zur Aufklärung des Sachverhalts vorherige Beweiserhebungen veranlassen.

Auf das Verfahren vor der Berufungskammer finden die Vorschriften der §§ 11, 14, 15 und 16 Anwendung.

§ 24. Ueber jede Vernehmung in der Voruntersuchung und über die Hauptverhandlung ist durch einen vereideten Protokollführer ein Protokoll aufzunehmen.

§ 25. Neben der Strafe kann auf vollständigen oder teilweisen Ersatz der durch das Verfahren entstandenen baren Auslagen erkannt werden.

§ 26. Die Gerichte sind verpflichtet, dem Ersuchen des Ehrengerichts sowie der Berufungskammer um Vernehmung von Zeugen und Sachverständigen zu entsprechen.

§ 27. Die mit der Aufsicht über die Börsen betrauten Organe sind verpflichtet, Handlungen der Börsenbesucher, welche zu einem ehrengerichtlichen Verfahren Anlass geben, zur Kenntnis des Staatskommissars oder, wenn ein solcher nicht bestellt ist, zur Kenntnis des Ehrengerichts zu bringen.

§ 28. Eine Vereinbarung, durch welche die Beteiligten sich der Entscheidung eines Börsenschiedsgerichts unterwerfen, ist nur verbindlich, wenn jeder der Beteiligten Kaufmann oder für den betreffenden Geschäftszweig in das Börsenregister (§ 54) eingetragen ist oder wenn die Unterwerfung unter das Schiedsgericht nach Entstehung des Streitfalles erfolgt.

II. Feststellung des Börsenpreises und Maklerwesen.

§ 29. Bei Waren oder Wertpapieren, deren Börsenpreis amtlich festgestellt wird, erfolgt diese Feststellung sowohl für Kassa- wie für Zeitgeschäfte durch den Börsenvorstand, soweit die Börsenordnung nicht die Mitwirkung von Vertretern anderer Berufszweige vorschreibt.

Bei der Feststellung darf ausser dem Staatskommissar, dem Börsenvorstande, den Börsensekretären, den Kursmaklern und den Vertretern der beteiligten Berufszweige, deren Mitwirkung die Börsenordnung vorschreibt, niemand zugegen sein.

Als Börsenpreis ist derjenige Preis festzusetzen, welcher der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht.

§ 30. Zur Mitwirkung bei der amtlichen Festsetzung des Börsenpreises von Waren und Wertpapieren sind Hilfspersonen (Kursmakler) zu ernennen. Sie müssen, solange sie die Thätigkeit als Kursmakler ausüben, die Vermittelung von Börsengeschäften in den betreffenden Waren oder Wertpapieren betreiben. Sie werden von der Landesregierung bestellt und entlassen und leisten vor Antritt ihrer Stellung den Eid, dass sie die ihnen obliegenden Pflichten getreu erfüllen werden.

Eine Vertretung der Kursmakler (Maklerkammer) ist bei der Bestellung neuer Kursmakler und bei Verteilung der Geschäfte unter die einzelnen Makler gutachtlich zu hören. Die näheren Bestimmungen über die Bestellung und Entlassung der Kursmakler und die Organisation

ihrer Vertretung sowie über ihr Verhältnis zu den Staatskommissaren und den Börsenorganen werden von der Landesregierung erlassen.

§ 31. Bei Geschäften in Waren oder Wertpapieren kann ein Anspruch auf Berücksichtigung bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises nur erhoben werden, wenn sie durch Vermittelung eines Kursmaklers abgeschlossen sind. Die Berechtigung des Börsenvorstandes, auch andere Geschäfte zu berücksichtigen, bleibt hierdurch unberührt.

§ 32. Die Kursmakler dürfen in den Geschäftszweigen, für welche sie bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises mitwirken, nur insoweit für eigene Rechnung oder in eigenem Namen Handelsgeschäfte schliessen oder eine Bürgschaft für die von ihnen vermittelten Geschäfte übernehmen, als dies zur Ausführung der ihnen erteilten Aufträge nötig ist; die Landesregierung bestimmt, in welcher Weise die Beobachtung dieser Vorschrift zu überwachen ist. Die Gültigkeit der abgeschlossenen Geschäfte wird hierdurch nicht berührt.

Die Kursmakler dürfen, soweit nicht die Landesregierung Ausnahmen zulässt, kein sonstiges Handelsgewerbe betreiben, auch nicht an einem solchen als Kommanditist oder stiller Gesellschafter beteiligt sein; ebensowenig dürfen sie zu einem Kaufmann in dem Verhältnisse eines Prokuristen, Handlungsbevollmächtigten oder Handlungsgehilfen stehen.

§ 33. Die im Artikel 67 Absatz 2, im Artikel 71 Absatz 1 und in den Artikeln 72 bis 74, 76, 79 bis 83 des Handelsgesetzbuchs enthaltenen Vorschriften finden auf die Kursmakler Anwendung.

Das von dem Kursmakler zu führende Tagebuch muss vor dem Gebrauche Blatt für Blatt mit fortlaufenden Zahlen bezeichnet und dem Börsenvorstande zur Beglaubigung der Zahl der Blätter vorgelegt werden.

Wenn ein Kursmakler stirbt oder aus dem Amt scheidet, ist sein Tagebuch bei dem Börsenvorstande niederzulegen.

§ 34. Für die Vermittelung von Börsengeschäften findet eine amtliche Bestellung von Handelsmaklern im Sinne des Artikels 66 des Handelsgesetzbuchs nicht statt; die bisher erfolgten Bestellungen verlieren ihre Wirksamkeit.

Zur Vornahme der nach den Artikeln 311, 343, 348, 354, 357, 365, 366 und 387 des Handelsgesetzbuchs durch einen Handelsmakler zu bewirkenden Verkäufe sind auch die Kursmakler sowie die sonst zur Vornahme von Verkäufen der bezeichneten Art oder von Versteigerungen öffentlich ermächtigten Handelsmakler befugt.

§ 35. Der Bundesrat ist befugt:

1. eine von den Vorschriften in § 29 Absatz 1 und 2 und in den §§ 30 und 31 abweichende amtliche Feststellung des Börsenpreises von Waren oder Wertpapieren für einzelne Börsen zuzulassen;
2. eine amtliche Feststellung des Börsenpreises bestimmter Waren allgemein oder für einzelne Börsen vorzuschreiben;
3. Bestimmungen zu erlassen, um eine Einheitlichkeit der Grundsätze über die den Feststellungen von Warenpreisen zu

Grunde zu legenden Mengen und über die für die Feststellung der Preise von Wertpapieren massgebenden Gebräuche herbeizuführen.

Die Befugnis der Landesregierung zu Anordnungen der im Absatz 1 Ziffer 2 und 3 bezeichneten Art wird hierdurch nicht berührt, soweit der Bundesrat von seiner Befugnis keinen Gebrauch gemacht hat. Diese Anordnungen sind dem Reichskanzler zur Kenntnisnahme mitzuteilen.

III. Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel.

§ 36. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel erfolgt an jeder Börse durch eine Kommission (Zulassungsstelle), von deren Mitgliedern mindestens die Hälfte aus Personen bestehen muss, welche nicht ins Börsenregister für Wertpapiere (§ 54) eingetragen sind.

Von der Beratung und Beschlussfassung über die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel sind diejenigen Mitglieder ausgeschlossen, welche an der Einführung dieses Wertpapiers in den Börsenhandel beteiligt sind; für die ausscheidenden Mitglieder sind Stellvertreter nach näherer Bestimmung der Börsenordnung zu berufen.

Die Zulassungsstelle hat die Aufgabe und die Pflicht:

a) die Vorlegung der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden, zu verlangen und diese Urkunden zu prüfen;

b) dafür zu sorgen, dass das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen thatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit der Angaben die Emission nicht zuzulassen;

c) Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden oder welche offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führen.

Die Zulassungsstelle darf die Emission ohne Angabe von Gründen ablehnen. Im übrigen werden die Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle sowie über die Zulässigkeit einer Beschwerde gegen deren Entscheidungen durch die Börsenordnungen getroffen. Die Zulassungsstelle ist befugt, zum Börsenhandel zugelassene Wertpapiere von demselben auszuschliessen.

Die Zulassung deutscher Reichs- und Staatsanleihen darf nicht versagt werden.

§ 37. Wird von der Zulassungsstelle einer Börse der Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zum Börenhandel abgelehnt, so hat die Zulassungsstelle den Vorständen der übrigen deutschen Börsen für Wertpapiere Mitteilung zu machen. Dabei ist anzugeben, ob die Ablehnung mit Rücksicht auf örtliche Verhältnisse oder aus anderen Gründen erfolgt ist. In letzterem Falle darf die Zulassung von einer anderen Börse

nur mit Zustimmung derjenigen Stelle erteilt werden, welche die Zulassung abgelehnt hat.

Der Antragsteller hat anzugeben, ob das Gesuch um Zulassung bereits bei einer anderen Börse eingereicht ist oder gleichzeitig eingereicht wird. Ist dies der Fall, so sollen die Wertpapiere nur mit Zustimmung der anderen Zulassungsstelle zugelassen werden.

§ 38. Nach Einreichung des Antrages auf Zulassung von Wertpapieren ist derselbe von der Zulassungsstelle unter Bezeichnung der Einführungsfirma, des Betrages sowie der Art der einzuführenden Wertpapiere zu veröffentlichen. Zwischen dieser Veröffentlichung und der Einführung an der Börse muss eine Frist von mindestens sechs Tagen liegen.

Vor der Zulassung ist, sofern es sich nicht um deutsche Reichs- oder Staatsanleihen handelt, ein Prospekt zu veröffentlichen, welcher die für die Beurteilung des Wertes der einzuführenden Papiere wesentlichen Angaben enthält. Das Gleiche gilt für Konvertierungen und Kapitalserhöhungen. Der Prospekt muss den Betrag, welcher in den Verkehr gebracht, sowie den Betrag, welcher vorläufig vom Verkehr ausgeschlossen werden soll, und die Zeit, für welche dieser Ausschluss erfolgen soll, ersichtlich machen.

Für Schuldverschreibungen, bezüglich deren das Reich oder ein Bundesstaat die volle Garantie übernommen hat, und für Schuldverschreibungen kommunaler Körperschaften und kommunalständischer Kreditinstitute sowie der unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalten kann die Landesregierung (§ 1) von der Verpflichtung zur Einreichung eines Prospekts entbinden.

§ 39. Die Zulassung von Aktien eines zur Aktiengesellschaft oder zur Kommanditgesellschaft auf Aktien umgewandelten Unternehmens zum Börsenhandel darf vor Ablauf eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und vor der Veröffentlichung der ersten Jahresbilanz nebst Gewinn- und Verlustrechnung nicht erfolgen. In besonderen Fällen kann diese Frist von der Landesregierung (§ 1) ganz oder teilweise erlassen werden.

Die Zulassung von Anteilsscheinen oder staatlich nicht garantierten Obligationen ausländischer Erwerbsgesellschaften ist davon abhängig, dass die Emittenten sich auf die Dauer von fünf Jahren verpflichten, die Bilanz sowie die Gewinn- und Verlustrechnung jährlich nach Feststellung derselben in einer oder mehreren von der Zulassungsstelle zu bestimmenden deutschen Zeitungen zu veröffentlichen.

§ 40. Für Wertpapiere, welche zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt werden, darf vor beendeter Zuteilung an die Zeichner eine amtliche Feststellung des Preises nicht erfolgen. Vor diesem Zeitpunkt sind Geschäfte von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht notiert werden. Auch dürfen für solche Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden.

§ 41. Für Wertpapiere, deren Zulassung zum Börsenhandel verweigert oder nicht nachgesucht ist, darf eine amtliche Feststellung des Preises nicht erfolgen. Geschäfte in solchen Wertpapieren sind von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht vermittelt werden. Auch dürfen für solche an der Börse abgeschlossenen Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden, soweit nicht die Börsenordnung für besondere Fälle Ausnahmen gestattet.

§ 42. Der Bundesrat bestimmt den Mindestbetrag des Grundkapitals, welcher für die Zulassung von Aktien an den einzelnen Börsen massgebend sein soll, sowie den Mindestbetrag der einzelnen Stücke der zum Handel an der Börse zuzulassenden Wertpapiere.

Weitere Bestimmungen über die Aufgaben der Zulassungsstelle und die Voraussetzung der Zulassung trifft der Bundesrat.

Die Befugnis der Landesregierung, ergänzende Bestimmungen zu treffen, wird hierdurch nicht berührt; diese Bestimmungen sind dem Reichskanzler mitzuteilen.

§ 43. Sind in einem Prospekt, auf Grund dessen Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind, Angaben, welche für die Beurteilung des Wertes erheblich sind, unrichtig, so haften diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben, sowie diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, wenn sie die Unrichtigkeit gekannt haben oder ohne grobes Verschulden hätten kennen müssen, als Gesamtschuldner jedem Besitzer eines solchen Wertpapiers für den Schaden, welcher demselben aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwächst. Das Gleiche gilt, wenn der Prospekt infolge der Fortlassung wesentlicher Thatsachen unvollständig ist und diese Unvollständigkeit auf böslichem Verschweigen oder auf der böslichen Unterlassung einer ausreichenden Prüfung seitens derjenigen, welche den Prospekt erlassen haben, oder derjenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, beruht.

Die Ersatzpflicht wird dadurch nicht ausgeschlossen, dass der Prospekt die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet.

§ 44. Die Ersatzpflicht erstreckt sich nur auf diejenigen Stücke, welche auf Grund des Prospekts zugelassen und von dem Besitzer auf Grund eines im Inlande abgeschlossenen Geschäfts erworben sind.

Der Ersatzpflichtige kann der Ersatzpflicht dadurch genügen, dass er das Wertpapier gegen Erstattung des von dem Besitzer nachgewiesenen Erwerbspreises oder desjenigen Kurswertes übernimmt, den die Wertpapiere zur Zeit der Einführung hatten.

Die Ersatzpflicht ist ausgeschlossen, wenn der Besitzer des Papiers die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts bei dem Erwerbe kannte. Gleiches gilt, wenn der Besitzer des Papiers bei dem Erwerbe die Unrichtigkeit der Angaben des Prospekts bei Anwendung derjenigen Sorgfalt, welche er in eigenen Angelegenheiten beobachtet, kennen musste, es sei denn, dass die Ersatzpflicht durch bösliches Verhalten begründet ist.

§ 45. Der Ersatzanspruch verjährt in fünf Jahren seit der Zulassung der Wertpapiere. Die Verjährung läuft auch gegen Minderjährige und bevormundete Personen, sowie gegen juristische Personen, denen gesetzlich die Rechte der Minderjährigen zustehen, ohne Zulassung der Wiedereinsetzung in den vorigen Stand, jedoch mit Vorbehalt des Rückgriffs gegen die Vormünder und Verwalter.

§ 46. Eine Vereinbarung, durch welche die nach §§ 43 bis 45 begründete Haftung ermässigt oder erlassen wird, ist unwirksam.

Weitergehende Ansprüche, welche nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen erhoben werden können, bleiben unberührt.

§ 47. Für die Entscheidung der Ansprüche aus den §§ 43 bis 46 ist ohne Rücksicht auf den Wert des Streitgegenstandes ausschliesslich das Landgericht des Ortes zuständig, an dessen Börse die Einführung des Wertpapiers erfolgte. Besteht an diesem Landgerichte eine Kammer für Handelssachen, so gehört der Rechtsstreit vor diese. Die Revision sowie die Beschwerde gegen Entscheidungen des Oberlandesgerichts geht an das Reichsgericht.

IV. Börsenterminhandel.

§ 48. Als Börsentermingeschäfte in Waren oder Wertpapieren gelten Kauf- oder sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine festbestimmte Lieferungszeit oder mit einer festbestimmten Lieferungsfrist, wenn sie nach Geschäftsbedingungen geschlossen werden, die von dem Börsenvorstande für den Terminhandel festgesetzt sind, und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine amtliche Feststellung von Terminpreisen (§§ 29, 35) erfolgt.

§ 49. Ueber die Zulassung von Waren und Wertpapieren zum Börsenterminhandel entscheiden die Börsenorgane nach näherer Bestimmung der Börsenordnung.

Die Börsenorgane sind verpflichtet, vor der Zulassung von Waren zum Börsenterminhandel in jedem einzelnen Falle Vertreter der beteiligten Erwerbszweige gutachtlich zu hören und das Ergebnis dem Reichskanzler mitzuteilen. Die Zulassung darf erst erfolgen, nachdem der Reichskanzler erklärt hat, dass er zu weiteren Ermittelungen keine Veranlassung finde.

§ 50. Der Bundesrat ist befugt, den Börsenterminhandel von Bedingungen abhängig zu machen oder in bestimmten Waren oder Wertpapieren zu untersagen.

Der Börsenterminhandel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen ist untersagt. Der Börsenterminhandel in Anteilen von anderen Erwerbsgesellschaften kann nur gestattet werden, wenn das Kapital der betreffenden Erwerbsgesellschaft mindestens zwanzig Millionen Mark beträgt.

§ 51. Insoweit der Börsenterminhandel in bestimmten Waren oder Wertpapieren durch dieses Gesetz oder vom Bundesrat untersagt, oder die Zulassung desselben von den Börsenorganen endgültig verweigert ist, sind Börsentermingeschäfte in diesen Waren oder Wertpapieren von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht vermittelt werden. Auch dürfen für solche Geschäfte, sofern sie im Inlande abgeschlossen sind, Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden.

Desgleichen ist ein von der Mitwirkung der Börsenorgane unabhängiger Terminhandel von der Börse ausgeschlossen, soweit er sich in den für Börsentermingeschäfte üblichen Formen vollzieht.

§ 52. Wird die Zulassung von Waren oder Wertpapieren zum Börsenterminhandel nicht nachgesucht, so kann ein thatsächlich stattfindender Terminhandel von den Börsenaufsichtsbehörden mit den im § 51 bezeichneten Folgen untersagt werden.

§ 53. Bei dem Börsenterminhandel in Waren gerät der Verkäufer, sofern er nach erfolgter Kündigung eine unkontraktliche Ware liefert, in Erfüllungsverzug, auch wenn die Lieferungsfrist noch nicht abgelaufen war.

Eine entgegenstehende Vereinbarung ist nichtig.

§ 54. Bei jedem zur Führung des Handelsregisters zuständigen Gerichte ist je ein Börsenregister für Waren und für Wertpapiere zu führen. Die Landesregierung kann die Führung des Registers für die Bezirke mehrerer Gerichte einem derselben übertragen.

§ 55. In das Börsenregister werden nach Namen, Vornamen, Stand und Wohnort die Personen eingetragen, die sich an Börsentermingeschäften in Waren oder Wertpapieren beteiligen wollen. Betrifft die Eintragung eine Handelsgesellschaft oder juristische Person, so ist ihre Firma oder ihr Name sowie der Ort, wo sie ihren Sitz hat, einzutragen.

Die Eintragung erfolgt in dem Register des Bezirks, in welchem der Einzutragende seine gewerbliche Niederlassung oder in Ermangelung einer solchen seinen Wohnsitz hat. Im Falle einer Verlegung der Niederlassung oder des Wohnsitzes wird die Eintragung unter Löschung in dem Register des bisherigen Bezirks in das Register des neuen Bezirks gebührenfrei übertragen.

§ 56. Das Börsenregister ist öffentlich. Die Einsicht desselben ist während der gewöhnlichen Dienststunden einem jedem gestattet. Auch kann von den Eintragungen gegen Erlegung der Kosten eine Abschrift gefordert werden, die auf Verlangen zu beglaubigen ist.

§ 57. Vor der Eintragung in ein Börsenregister ist eine Eintragungsgebühr von einhundertfünfzig Mark zu entrichten.

Für jedes folgende Kalenderjahr, während dessen die Eintragung bestehen soll, ist eine Erhaltungsgebühr von je fünfundzwanzig Mark zu zahlen.

Die Gebühren fliessen, insoweit die Landesregierungen nicht ein anderes bestimmen, den Landeskassen zu.

§ 58. Den Antrag auf Eintragung hat der Einzutragende oder, falls er sich durch Verträge nicht verpflichten kann, sein gesetzlicher Vertreter zu stellen.

Kinder unter väterlicher Gewalt und Ehefrauen, die nicht Handelsfrauen sind, bedürfen der Genehmigung des Vaters oder Ehemannes.

Der gesetzliche Vertreter einer unter Vormundschaft oder Pflegschaft (Kuratel) stehenden Person bedarf der Genehmigung der Vormundschaftsbehörde.

§ 59. Der Antrag ist bei dem Gerichte, bei welchem das Börsenregister geführt wird, mündlich zu Protokoll zu stellen oder schriftlich einzureichen.

Schriftliche Anträge müssen gerichtlich oder notariell aufgenommen oder beglaubigt sein.

Die vorstehenden Bestimmungen finden auch auf eine etwa erforderliche Genehmigung (§ 58) Anwendung.

Anträge und Erklärungen öffentlicher Behörden bedürfen, wenn sie vorschriftsmässig unterschrieben und untersiegelt sind, keiner Beglaubigung.

§ 60. Der Antrag auf Eintragung soll die Erklärung enthalten, dass der Einzutragende Börsentermingeschäfte in Waren oder Wertpapieren eingehen wolle.

§ 61. Der Antrag auf Eintragung in das Warenregister kann auf bestimmte Geschäftszweige beschränkt werden. Auf Antrag ist gebührenfrei die Eintragung auf weitere Geschäftszweige auszudehnen oder die eingetragene Beschränkung zu löschen; auf einen solchen Antrag finden die Bestimmungen der §§ 58, 59 entsprechende Anwendung.

§ 62. Die erfolgte Eintragung ist von dem Gerichte ohne Verzug ihrem ganzen Inhalte nach auf Kosten des Eingetragenen im Reichsanzeiger sowie in denjenigen öffentlichen Blättern bekannt zu machen, welche gemäss Artikel 14 des Handelsgesetzbuchs für die Veröffentlichung der in das Handelsregister aufgenommenen Eintragungen bestimmt sind.

§ 63. Die Löschung der Eintragung erfolgt gebührenfrei auf Antrag des Eingetragenen oder seines gesetzlichen Vertreters am Schlusse des Jahres, in welchem der Löschungsantrag gestellt ist. Für Kinder unter väterlicher Gewalt und für Ehefrauen, welche nicht Handelsfrauen sind, genügt der Antrag des Vaters oder des Ehemannes.

Der Löschungsantrag ist bei dem Gerichte mündlich zu Protokoll zu stellen oder in gerichtlicher oder notarieller Beglaubigung einzureichen. Die Vorschrift im § 59 Absatz 4 findet entsprechende Anwendung.

§ 64. Eine Eintragung, die nicht nach den Vorschriften im § 58 erfolgt ist, wird, wenn der Mangel nicht inzwischen beseitigt ist, von Amtswegen gelöscht.

Am Schlusse des Kalenderjahres wird eine Eintragung von Amtswegen gelöscht, wenn die Erhaltungsgebühr für das nächstfolgende Jahr nicht bis zum Ende des vorletzten Monats des laufenden Jahres eingezahlt ist.

§ 65. Jedes Gericht hat nach Beginn des Kalenderjahres eine Liste derjenigen Personen aufzustellen, deren Eintragungen am 1. Januar noch in Kraft bestanden.

Das Gericht für den Bezirk der Stadt Berlin, an welches die übrigen Gerichte ihre Listen bis zum 31. Januar jedes Jahres einzusenden haben, stellt nach deren Eingang unverzüglich eine Gesamtliste auf und macht sie durch den Reichsanzeiger bekannt.

§ 66. Durch ein Börsentermingeschäft in einem Geschäftszweige, für welchen nicht beide Parteien zur Zeit des Geschäftsabschlusses in einem Börsenregister eingetragen sind, wird ein Schuldverhältnis nicht begründet.

Das Gleiche gilt von der Erteilung und Uebernahme von Aufträgen sowie von der Vereinigung zum Abschlusse von Börsentermingeschäften.

Die Unwirksamkeit erstreckt sich auf die bestellten Sicherheiten und die abgegebenen Schuldanerkenntnisse.

Eine Rückforderung dessen, was bei oder nach völliger Abwickelung des Geschäfts zu seiner Erfüllung geleistet worden ist, findet nicht statt.

§ 67. Wer den Vorschriften des § 58 zuwider eingetragen worden ist, gilt nur dann als eingetragen, wenn der Mangel zur Zeit des Geschäftsabschlusses dem anderen Teile nicht bekannt war.

Wer trotz erfolgter Löschung im Börsenregister noch in der Gesamtliste (§ 65) aufgeführt ist, gilt als eingetragen, sofern nicht zur Zeit des Geschäftsabschlusses der andere Teil von der bewirkten Löschung Kenntnis hatte. Das Gleiche gilt bis zum Ablauf eines Monats seit der Veröffentlichung der Gesamtliste von denjenigen Personen, welche in dieser Liste infolge der Löschung nicht wieder aufgeführt sind.

§ 68. Die Bestimmungen des § 66 finden auch dann Anwendung, wenn das Geschäft im Ausland geschlossen oder zu erfüllen ist.

In Ansehung von Personen, welche im Inlande weder einen Wohnsitz noch eine gewerblicbe Niederlassung haben, ist die Eintragung in das Börsenregister zur Wirksamkeit des Geschäfts nicht erforderlich.

§ 69. Gegen Ansprüche aus Börsentermingeschäften sowie aus der Erteilung und Uebernahme von Aufträgen und aus der Vereinigung zum Abschlusse von Börsentermingeschäften kann von demjenigen, welcher zur Zeit der Eingehung des Geschäfts in dem Börsenregister für den betreffenden Geschäftszweig eingetragen war, sowie von demjenigen, dessen Eintragung nach den vorstehenden Bestimmungen (§ 68 Absatz 2) zur Wirksamkeit des Geschäfts nicht erforderlich war, ein Einwand nicht darauf gegründet werden, dass die Erfüllung durch Lieferung der Waren oder Wertpapiere vertragsmässig ausgeschlossen war.

V. Kommissionsgeschäft.

§ 70. Die Bestimmungen des Artikels 376 des Handelsgesetzbuches werden durch die Bestimmungen der §§ 71 bis 74 ersetzt.

§ 71. Bei der Kommission zum Einkauf oder zum Verkauf von Waren, welche einen Börsen- oder Marktpreis haben, und von Wertpapieren, bei denen ein Börsen- oder Marktpreis amtlich festgestellt wird, kann der Auftrag, wenn der Kommittent nicht ein anderes bestimmt hat, von dem Kommissionär dadurch ausgeführt werden, dass er das Gut, welches er einkaufen soll, selbst als Verkäufer liefert, oder das Gut, welches er zu verkaufen beauftragt ist, selbst als Käufer übernimmt.

Im Falle einer solchen Ausführung des Auftrages ist die Pflicht des Kommissionärs, Rechenschaft über die Abschliessung des Kaufs oder Verkaufs zu geben, auf den Nachweis beschränkt, dass bei dem berechneten Preise der zur Zeit der Ausführung des Auftrages bestehende Börsen- oder Marktpreis eingehalten ist. Als Zeit der Ausführung gilt der Zeitpunkt, in welchem der Kommissionär die Anzeige von der Ausführung behufs der Absendung an den Kommittenten abgegeben hat.

Ist bei einem Auftrage, der während der Börsen- oder Marktzeit auszuführen war, die Ausführungsanzeige erst nach dem Schlusse der Börse oder des Marktes zur Absendung abgeben, so darf der berechnete Preis für den Kommittenten nicht ungünstiger sein, als der Preis, der am Schlusse der Börse oder des Marktes bestand.

Bei Aufträgen zu bestimmten Kursen (erstem Kurs, Mittelkurs, letztem Kurs) ist der Kommissionär ohne Rücksicht auf den Zeitpunkt der Absendung der Ausführungsanzeige berechtigt und verpflichtet, diese Kurse dem Kommittenten in Rechnung zu stellen.

Bei Wertpapieren und Waren, für welche der Börsen- oder Marktpreis amtlich festgestellt wird, kann der Kommissionär im Falle der Ausführung des Auftrages durch Selbsteintritt dem Kommittenten keinen ungünstigeren Preis als den amtlich festgestellten in Rechnung stellen.

Die Bestimmungen der Absätze 2 bis 5 können nicht durch Vertrag abgeändert werden.

§ 72. Auch im Falle der Ausführung eines Auftrages durch Selbsteintritt (§ 71) muss der Kommissionär, wenn er bei Anwendung pflichtmässiger Sorgfalt den Auftrag zu einem günstigeren als dem nach § 71 sich ergebenden Preise ausführen konnte, dem Kommittenten den günstigeren Preis in Rechnung stellen.

Hat der Kommissionär vor Absendung der Ausführungsanzeige aus Anlass des erteilten Auftrages an der Börse oder am Markte ein Geschäft mit einem Dritten abgeschlossen, so darf er dem Kommittenten keinen ungünstigeren als den hierbei vereinbarten Preis berechnen.

Die vorstehenden Bestimmungen können nicht durch Vertrag abgeändert werden.

§ 73. Der Kommissionär, der das Gut selbst als Verkäufer liefert oder als Käufer übernimmt, ist zu der gewöhnlichen Provision berech-

tigt und kann die bei Kommissionsgeschäften sonst regelmässig vorkommenden Unkosten berechnen.

§ 74. Erklärt der Kommissionär bei der Anzeige von der Ausführung des Auftrages nicht ausdrücklich, dass er selbst eintrete, so gilt dies als Erklärung, dass die Ausführung durch Abschluss des Geschäfts mit einem Dritten für Rechnung des Kommittenten erfolgt sei.

Eine Vereinbarung zwischen dem Kommittenten und dem Kommissionär, dass die Erklärung darüber, ob der Auftrag durch Selbsteintritt oder durch Abschluss mit einem Dritten erledigt sei, über den Tag der Ausführungsanzeige hinaus aufgeschoben werden dürfe, ist ungültig.

Auch wenn der Auftrag als durch Abschluss des Geschäfts mit einem Dritten ausgeführt gilt, haftet der Kommissionär, falls er nicht zugleich mit der Anzeige der Ausführung den Dritten namhaft macht, für die Erfüllung des Geschäfts.

VI. Straf- und Schlussbestimmungen.

§ 75. Wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren einzuwirken, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünfzehntausend Mark bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschliesslich auf die Geldstrafe erkannt werden.

Die gleiche Strafe trifft denjenigen, welcher in betrügerischer Absicht wissentlich unrichtige Angaben in Prospekten (§ 38) oder in öffentlichen Kundgebungen macht, durch welche die Zeichnung oder der Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren herbeigeführt werden soll.

§ 76. Wer für Mitteilungen in der Presse, durch welche auf den Börsenpreis eingewirkt werden soll, Vorteile gewährt oder verspricht oder sich gewähren oder versprechen lässt, welche in auffälligem Missverhältnis zu der Leistung stehen, wird mit Gefängnis bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünftausend Mark bestraft.

Die gleiche Strafe trifft denjenigen, der sich für die Unterlassung von Mitteilungen der bezeichneten Art Vorteile gewähren oder versprechen lässt.

Der Versuch ist strafbar.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschliesslich auf die Geldstrafe erkannt werden.

§ 77. Wer wissentlich den Vorschriften der §§ 40, 41, 51 und 52 zuwider Preislisten (Kurszettel) veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet, wird mit Geldstrafe bis zu eintausend Mark oder mit Haft oder mit Gefängnis bis zu sechs Monaten bestraft.

§ 78. Wer gewohnheitsmässig in gewinnsüchtiger Absicht andere unter Ausbeutung ihrer Unerfahrenheit oder ihres Leichtsinns zu Börsen-

spekulationsgeschäften verleitet, welche nicht zu ihrem Gewerbebetriebe gehören, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünfzehntausend Mark bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

§ 79. Ein Kommissionär, welcher, um sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen,

1. das Vermögen des Kommittenten dadurch beschädigt, dass er hinsichtlich eines abzuschliessenden Geschäfts wider besseres Wissen unrichtigen Rat oder unrichtige Auskunft erteilt, oder
2. bei der Ausführung eines Auftrags oder bei der Abwickelung eines Geschäfts absichtlich zum Nachteile des Kommittenten handelt,

wird mit Gefängnis bestraft. Neben der Gefängnisstrafe kann auf Geldstrafe bis zu dreitausend Mark sowie auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschliesslich auf die Geldstrafe erkannt werden.

Der Versuch ist strafbar in den Fällen der Ziffer 1.

§ 80. Die in dem II., IV. und V. Abschnitte sowie im § 75 bezüglich der Wertpapiere getroffenen Bestimmungen gelten auch für Wechsel und ausländische Geldsorten.

§ 81. Der Artikel 249 d Ziffer 2 des Handelsgesetzbuches wird aufgehoben.

§ 82. Dieses Gesetz tritt mit dem 1. Januar 1897 in Kraft.

Die in den §§ 54 bis 65 enthaltenen Vorschriften treten mit dem 1. November 1896 in Kraft. Mit den bis zum Ende des Jahres 1896 erfolgten Eintragungen in das Börsenregister ist nach Beginn des Jahres 1897 gemäss § 65 zu verfahren.

Die im § 39 enthaltene Vorschrift tritt mit dem 1. Juli 1896 in Kraft.

Der Abschluss von börsenmässigen Termingeschäften (§ 50 Absatz 3) ist nur bis zum 1. Januar 1897 gestattet mit der Massgabe, dass die bis zu diesem Tage abgeschlossenen Geschäfte auch bis zu diesem Tage abgewickelt sein müssen.

Urkundlich unter Unserer Höchsteigenhändigen Unterschrift und beigedruckten Kaiserlichen Insiegel.

Gegeben Kiel, an Bord Meiner Yacht „Hohenzollern“, den 22. Juni 1896.

(L. S.) Wilhelm.

Fürst zu Hohenlohe.





